

Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais

A Negociação no Mercado a Prazo do MIBEL

Relatório de estágio

Discente: Ana Teresa Martins de Amorim Vasconcelos Carvalho

Orientadora da FDUNL: Professora Doutora Margarida Lima Rego

Orientadores da CMVM: Dr. Gonçalo Castilho

Março 2015

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais

Relatório de Estágio

A Negociação no Mercado a Prazo do MIBEL

Discente: Ana Teresa Martins de Amorim Vasconcelos Carvalho

Orientadora da FDUNL: Professora Doutora Margarida Lima Rego

Orientadores da CMVM: Dr. Gonçalo Castilho

Março 2015

DECLARAÇÃO ANTI-PLÁGIO

Ao abrigo do artigo 20.º-A do Regulamento do Segundo Ciclo de Estudos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, declaro por minha honra que o texto aqui apresentado é da minha exclusiva autoria e que todas as contribuições de outros autores estão devidamente assinaladas e referenciadas.

Aos meus pais...

AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Margarida Lima Rego que me fez sentir muito honrada ao aceitar orientar-me, um profundo agradecimento, pela sua preciosa orientação, pelos seus sábios conselhos e apreciações críticas de que pude favorecer ao longo de toda esta jornada.

A todos os meus professores pelos múltiplos “saberes” que me transmitiram e que ajudaram a “forjar” o meu carácter com um carinho especial pelo Mestre Amadeu Ferreira que estará perenemente no meu pensamento.

Aos Serviços Administrativos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa nas pessoas da Dra. Catarina e Dra. Patrícia pela ajuda permanente, celeridade e simpatia de trato que as tornam também excelentes “embaixadoras” da nossa Faculdade.

Ao Dr. Gonçalo Castilho e à Dra. Maria João Teixeira e ao Professor Doutor Luís Guilherme Catarino por me terem proporcionado a realização do estágio junto do Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado.

Às minhas queridas colegas Dra. Sandra Lage, Dra. Bárbara Cantinho e Dra. Elizabeth Sequeira a quem expressei a minha gratidão pela forma como me acolheram, me apoiaram, e acompanharam o meu trabalho com incomparável disponibilidade. Agradeço-lhes ainda as preciosas ajudas na definição e no desenvolvimento do objeto de estudo, sendo os seus contributos para este trabalho inestimáveis, bem como a minha gratidão pela amizade e confiança. À Dra. Carlota Manique pela sua amizade e apoio. Agradeço ainda a todos os colaboradores da CMVM que me acompanharam ao longo deste estágio.

Agradeço ao Engenheiro Jorge Simão pelos seus pacientes e oportunos esclarecimentos técnicos e por toda a disponibilidade. Agradeço, ainda, ao Dr. José Rey da AXPO IBERIA, ao Engenheiro Henrique Lobo Ferreira da EDP, à Dra. Cláudia Estadão e ao Dr. Alexandre Tavares da Galp Energia.

A todos os meus amigos pela amizade que me dedicam, com especial apreço pelas minhas colegas de Mestrado pela entreatura e acompanhamento sincero nesta “labuta” diária que foi a realização deste relatório.

Aos meus Pais e irmão pelo seu amor incondicional e exigente, bem como à minha família pelas “atenções” com que me distinguem sempre e em todas as ocasiões;

Aos meus queridos primos Guilherme e Gonçalo Vasconcelos Vilaça autênticos mestres na disponibilidade, na competência do saber e na generosidade para comigo revelando-se “âncoras” muito fortes e desejadas em todo o meu percurso académico e pessoal;

Ao meu querido Abdul, cujo amor desejo que perdure para vida, um especial agradecimento pela paciência e amor com que me prima sempre.

A todos, reitero o meu agradecimento e eterna gratidão

MODO DE CITAR E OUTRAS CONVENÇÕES

- I. O presente relatório encontra-se redigido em conformidade com o novo Acordo Ortográfico.
- II. Nas notas de rodapé, as monografias são citadas de modo abreviado, razão pela qual, e regra geral, apenas se faz referência ao autor, ao título e à(s) página(s) respectivas da obra. As referências completas constam na bibliografia com os demais elementos de identificação.
- III. Os artigos ou partes de livro são, também, citados de modo abreviada, fazendo referência apenas a autor, título do artigo ou parte do livro e página. A referência completa à revista ou livro, número, edição e ano constam da bibliografia
- IV. As abreviaturas estão identificadas por ordem alfabética na Lista de Abreviaturas que se segue.
- V. As múltiplas notas de rodapé pretendem convidar o leitor a um diálogo que fica para além do texto, sobretudo oferecendo pistas que orientem para o aprofundamento de temas que numa dissertação com uma economia própria não poderiam ter desenvolvimento.
- VI. Expressões em latim ou em língua estrangeira serão apresentadas em itálicos.

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

| | |
|----------|--|
| BdP | Banco de Portugal |
| CC | Código Civil |
| CMVM | Comissão do Mercado de Valores Mobiliários |
| CNMC | <i>Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia</i> |
| CNMV | Comissão Nacional de Valores Mobiliários |
| CVM | Código dos Valores Mobiliários |
| DMIF | Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE |
| DMIF II | Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU |
| EMIR | Regulamento (UE) Nº 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de Julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações |
| ERSE | Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos |
| EUA | Estados Unidos da América |
| GWh | GigaWatt |
| IOB | Intermediário de Operações Bilaterais |
| MIBEL | Mercado Ibérico de Energia Elétrica criado ao abrigo do “Acordo entre a República Portuguesa e o Reino de Espanha para a Constituição de um Mercado Ibérico de Electricidade”, assinado em Santiago de Compostela, em 1 de Outubro de 2004. |
| MiFIR | Regulamento (CE) nº 1287/2006 da Comissão de 10 de Agosto de 2006, que aplica a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva |
| MiFIR II | Regulamento (UE) nº 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 |

de maio de 2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) nº648/2012

| | |
|----------|--|
| MTF | Sistema de Negociação Multilateral |
| MWh | MegaWatt |
| OMIClear | Sociedade de Compensação de Mercados de Energia, Sociedade Gestora da Câmara de Compensação com assunção de Contraparte Central, S.A., entidade gestora que assume as funções de Câmara de Compensação e Contraparte Central das Posições registadas junto de si |
| OMIP | Operador do mercado ibérico de Energia Português, Sociedade Gestora do Mercado Regulamentado, S.A., entidade gestora do Mercado |
| OMIE | Operador del Mercado Ibérico de Energía - Polo Español, S.A., entidade gestora do Mercado à Vista. |
| OTC | “ <i>Over-the-counter</i> ” – designação para derivados negociados em mercado de balcão. Contrato a prazo realizado fora do Mercado, em que as partes se obrigam a comprar ou a vender um activo subjacente, nas condições acordadas entre si. |
| OTF | “ <i>Organized Trading Facilities</i> ” – Sistema de Negociação Organizada. |
| REN | Redes Energéticas Nacionais |
| REE | Red Eléctrica Española, S.A |
| RGICSF | Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras |

DECLARAÇÃO DE CARACTERES

Declaro que o presente corpo de texto perfaz um total de 196.548 caracteres.

RESUMO

O presente relatório foi elaborado como trabalho final do estágio curricular no Departamento de Supervisão da Intermediação e de Estruturas de Mercado da CMVM, no âmbito do Mestrado em Ciências Jurídicas Empresárias.

Os trabalhos elaborados no estágio tiveram como foco o mercado regulamentado a prazo de derivados do Mercado Ibérico de Energia Elétrica (MIBEL). Este Mercado é composto por mercados organizados, mais propriamente o mercado a prazo e o mercado diário (spot).

A negociação no mercado a prazo do MIBEL é processada através da plataforma de negociação, vulgo mercado regulamentado gerido pelo OMIP, ou *over-the-counter*.

O objetivo do relatório é caracterizar o mercado, procurando, de um ponto de vista jurídico-económico, analisar a evolução da negociação com vista a observar o impacto da negociação OTC na negociação em mercado regulamentado. Para o efeito, é imperativo analisar as regras da DMIF e do EMIR quanto aos instrumentos financeiros derivados e o papel das contrapartes centrais, dados essenciais na compreensão do busílis desta matéria.

A par do referido, percecionámos que a negociação em OTC é bastante superior à negociação no seio do mercado regulamentado do OMIP, o que é justificado sobretudo pelas relações contratuais de confiança já estabelecidas entre as partes. Não obstante, desde 2011 que esta tendência decresceu em detrimento do OTC registado. A partir desta altura, as partes apesar de continuarem a negociar bilateralmente, passaram a registar essas operações junto de uma contraparte central de forma a eliminarem os riscos intrínsecos à negociação de derivados em OTC.

Esta movimentação terá também sido influenciada pela obrigatoriedade de reporte das transações, imposta pelo EMIR, que veio para algumas classes de derivados obrigar ao *clearing* centralizado e para todas as restantes obrigar à implementação de técnicas de mitigação de risco

Palavras-chave: MIBEL, mercado regulamentado, mercado *over-the-counter* (OTC), contraparte central, negociação.

ABSTRACT

This master thesis has been developed during the internship in the Supervision Department of Supervision of the Intermediation and Market Structures of CMVM.

My collaboration in such department was mainly focused on the derivatives market of the Iberian Electricity Market (MIBEL).

MIBEL embodies two organized markets – the derivatives market in Portugal and the spot market in Spain

The trading activity in the derivatives market of MIBEL is processed through the trading platform of the regulated market managed by OMIP, however, much of the negotiation is over-the-counter.

The aim of this work is to describe the market from a legal and economic perspective and to analyse the evolution of the negotiation, namely the impact of OTC in the regulated market trading.

To achieve this, I propose to analyse also MiFID and EMIR rules over derivative contracts and the role of central counterparties, as they both are important to the discussion.

In parallel, we found that OTC transactions are considerably higher than those traded in the regulated market managed by OMIP, those findings can be justified by the contractual relationships based on trust already established between the parties. Nevertheless, since 2011 this trend changed by an increase of the registered OTC. Thereafter, although the parties continued to trade bilaterally, these transactions were registered in a central counterparty in order to eliminate the inherent risks related to the OTC derivatives transactions.

This change in the negotiation pattern may also be influenced by the mandatory reporting of transactions imposed by EMIR, that requires for some classes of derivatives the centralized clearing and for all other requires the implementation of risk mitigation techniques.

Keywords: MIBEL, regulated market, over-the-counter (OTC), Central Counterparty, trading activity.

INTRODUÇÃO

O presente relatório é fruto do trabalho desenvolvido durante um estágio na CMVM, escolhido pela vontade de aplicar conhecimentos adquiridos e ganhar novas competências na área de Valores Mobiliários.

O Mercado Ibérico de Energia Elétrica (MIBEL) foi o primeiro mercado a prazo sobre mercadorias constituído em Portugal. Constitui ainda um marco na cooperação ibérica e na prossecução da realização do mercado energético europeu. Dada a complexidade do MIBEL e o facto de depender de instrumentos financeiros também eles complexos, entendi que seria proveitosos dedicar o relatório de estágio a uma, resolvi através da realização do presente relatório proceder a uma apresentação, caracterização e explicação rigorosas do mercado a prazo do MIBEL gerido pelo OMIP.

Deste modo, no primeiro capítulo descrevemos de forma breve a organização e o contexto legal da entidade acolhedora, com especial enfoque no departamento DIEM, bem como as atividades desenvolvidas.

No capítulo II procedemos ao enquadramento da matéria revendo os instrumentos negociados no mercado financeiros de capitais em geral e focando num segundo momento a atenção na caracterização dos derivados. De seguida tendo em conta que o mercado que nos propomos estudar tem a natureza de mercado de derivados, explicitamos os dois segmentos de mercado *core*: o mercado regulamentado e o mercado de Balcão. Tal e feito através de um constante acompanhamento da legislação europeia que regula e suporta a existência dos mesmos.

No capítulo III procedemos à clarificação do funcionamento do mercado de derivados do MIBEL gerido pelo OMIP procedendo à enunciação da estrutura funcional, dos membros que nele intervêm, bem como das várias fases aquando da negociação. No mesmo sentido analisamos os derivados admitidos a negociação no mercado a prazo regulado e os admitidos a registo, como é o caso dos *Swaps* e dos *Forwards*, como forma de estudar as diferenças caracterizadoras dos derivados de energia elétrica. Por fim, ainda neste capítulo apresentamos a figura da contraparte central, cuja presença é impreterível nos mercados regulamentados e cada vez mais exigida para as operações bilaterais.

Finalmente, no último capítulo propomo-nos a analisar a evolução da negociação neste mercado a prazo em que se traduz o OMIP, como forma de demonstrar os reflexos do impacto da negociação em OTC no desenvolvimento e na liquidez deste mercado elétrico, terminando com um ponto relativo aos desafios futuros que o mercado ibérico irá enfrentar e que terão consequências na sua liquidez.

Assim, dada a complexidade da regulamentação justifica-se a necessidade de um trabalho que decompõe e explicita o regime, como forma de se alcançar uma sistematização do mercado em análise.

CAPÍTULO I

A COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) foi criada em 1991 e caracteriza-se enquanto pessoa coletiva de direito público, com a natureza de entidade administrativa independente, dotada de uma autonomia ao nível administrativo e financeiro. Esta instituição é composta por quatro órgãos independentes: o conselho de administração, a comissão de fiscalização, o conselho consultivo e a comissão de deontologia¹.

Dada a sua natureza, à CMVM são lhe atribuídas diversas missões ao nível da regulação e da supervisão dos mercados financeiros e da atividade da intermediação financeira. Nestes termos, compete-lhe “assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção do risco sistémico; contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros: prestar informação e apoio aos investidores não qualificados.”² Na execução das suas competências coopera com o Governo e com o Ministério das Finanças na definição de políticas relativas ao setor financeiro e desempenha as suas atribuições no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros e do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, estabelecendo formas de cooperação e associação com outras entidades reguladoras.

1. O ESTÁGIO

O estágio curricular com duração de seis meses (15 de Setembro a 15 de Março), foi realizado no Departamento de Supervisão da Intermediação e de Estruturas de Mercado (DIEM).

Este Departamento caracteriza-se por ser um dos mais operacionais desta instituição, sendo que de acordo com a orgânica interna da CMVM, tem como funções: i) efetuar a supervisão comportamental das atividades de intermediação financeira, bem como das de atividade de consultores para investimento e das atividades de comercialização de bens corpóreos, ii) efetuar supervisão prudencial e comportamental das entidades gestoras de mercados e de sistemas de compensação e de liquidação bem como dos sistemas centralizados de valores mobiliários; iv) identificar a necessidade de alterações

¹ Cfr. Artigo 7º do DL nº5/2015, de 8 de janeiro que espelha o estatuto da CMVM.

² Artigo 4º do Estatuto da CMVM.

ao regime legal e regulamentar das atividades supramencionadas e encaminhá-las para o departamento Internacional e de Política Regulatória; v) analisar as reclamações e queixas dos investidores relativos à atividade dos intermediários financeiros sujeitos à sua supervisão e v) assegurar o apoio à gestão do Sistema de Indemnização ao Investidor.

Na realização do programa de estágio curricular junto do DIEM integrei a equipa responsável pelas Estruturas de Mercado, Sistemas e Serviços. Esta área é responsável pelas plataformas organizadas de negociação, ou seja, os mercados regulamentados geridos pela *Euronext Lisbon* (Mercado de Futuros e Opções) e pelo OMIP (Mercado Regulamentado de Derivados do MIBEL) e os sistemas de negociação multilateral geridos pela *Euronext Lisbon* e pela *OPEX*.

As entidades gestoras de mercados, os sistemas e serviços estão sujeitos a registo junto da CMVM, bem como os respetivos mercados e sistemas por si geridos, por força do estipulado no CVM e nos Reg. da CMVM. Deste modo, a área de estruturas de mercado, tem como funções a análise do registo inicial destas sociedades e dos sistemas por si geridos bem como das contrapartes centrais e das sociedades gestoras de sistemas de liquidação; o averbamento ao registo das regras de funcionamento dos mercados; o cancelamento do registo e as comunicações realizadas pelas sociedades gestoras.

Por outro lado, tem ainda sob sua responsabilidade a realização da supervisão comportamental das entidades gestoras de mercados das entidades *supra* mencionadas. Esta supervisão é realizada com base na análise das alterações às regras de funcionamento do mercado/sistema e acompanhamento da sua implementação; análise de novos projetos, de verificação dos meios humanos, técnicos e materiais disponíveis; da verificação do sistema de controlo interno e dos sistemas informáticos utilizados e ainda da situação económica e financeira dos mesmos e posteriormente, quando necessário, realizam as ações de supervisão presencial.

Por fim, é ainda da sua responsabilidade a supervisão prudencial destas entidades, na medida em que as entidades gestoras de mercados, sistemas e serviços reportam à CMVM um conjunto de informação financeira, com periodicidade mensal, trimestral e anual. Este acompanhamento tem por base a observância das regras prudenciais³, que visam o controlo dos riscos inerentes às suas atividades como forma de garantir a sua

³ Cfr. Artigo 40º do DL n.º 357-C/2007 de 31 de outubro.

solvabilidade e solidez financeira bem como protegê-las dos utilizadores contra perdas resultantes de má gestão, fraudes ou falência dos fornecedores e prestadores de serviço.

Conforme referimos, o mercado regulamentado a prazo do MIBEL, gerido pelo OMIP, recai na competência da área de estruturas de mercado. Neste sentido, ao integrar esta equipa, fiquei responsável por colaborar nas matérias respeitantes ao OMIP e à OMIClear, tendo procedido à análise de pedidos de averbamento ao registo das regras de funcionamento destas entidades, bem como de alterações a regras já em vigor. Procedi ainda à avaliação e análise de acordos de criação de mercado celebrados entre a entidade gestora do mercado, o OMIP, e seus membros negociadores. Posteriormente, colaborei ainda no processo de supervisão dos deveres do EMIR que tem como objetivo avaliar o *status* do cumprimento destes deveres pelas contrapartes não financeiras. Neste contexto, após um estudo da legislação em causa, procedi à atualização de uma base de dados que contivesse todas as empresas portuguesas com a sua sede em Portugal, que tivessem um código LEI (*Legal Entity Identifier*, exigido por esta legislação) a si atribuído, o que demonstrava que já tinham transacionado derivados e que portanto teriam que ter implementado os deveres impostos pelo EMIR.

Nesta sequência, tendo em conta as atividades desenvolvidas ao longo do estágio, revelou-se pertinente apresentar e caracterizar o mercado regulamentado a prazo do MIBEL, o seu funcionamento e ainda a evolução da negociação neste mercado.

Deste modo, pretende-se com este trabalho, assente numa visão teórica, proveniente de um estudo que assentou sobretudo nas regras de funcionamento, nos regulamentos da entidade gestora e sua contraparte central, mas também nas diretivas europeias que regulam os mercados de derivados financeiros e na doutrina que se pronuncie sobre estas matérias, aliada a uma visão mais prática derivada das situações que sobrevieram com o decorrer do estágio, decompor e explicitar o regime do mercado em causa.

Assim, atendendo à complexidade do mercado, dos seus termos e dos elementos que o compõem, este estudo exaustivo acerca do modo de funcionamento deste mercado regulamentado e da negociação adjacente procurará justificar os motivos que poderão contribuir para uma negociação no mercado *over-the-counter* tão superior à realizada em contínuo no seio deste mercado, especialmente tendo em conta todos os esforços feitos pela Comissão Europeia ao nível da transparência e segurança e pela própria

entidade gestora do mercado regulamentado a prazo do MIBEL, no sentido de atrair mais negociação para as plataformas por si geridas.

CAPÍTULO II

REVISÃO DA LITERATURA

Sendo o mercado a prazo do MIBEL um mercados de derivados, é impreterível, de forma a contextualizar o objeto fulcral do relatório, a realização de uma primeira análise aos bens transacionados nestes mercados. No ponto seguinte, pelo objeto do presente relatório, torna-se essencial analisar, previamente, a dicotomia dos mercados de derivados-mercado regulamentado e mercado de balcão (comumente designado “over-the counter”)⁴

1. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS⁵

Os mercados de capitais caracterizam-se pela transação e negociação de instrumentos financeiros, nesta ótica cabe-nos agora perceber o que é um instrumento financeiro?

Este conceito ocupa um lugar central na regulação dos mercados financeiros, sendo que o legislador europeu teve o cuidado de tentar definir, o melhor possível, aquilo que poderá ser qualificado enquanto tal. Assim, a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (doravante designada como DMIF), determina que “tanto os valores mobiliários, como os instrumentos do mercado monetário são partes de um todo, o dos instrumentos financeiros”⁶. Com efeito, o artigo 4º, número 17 da DMIF remete a noção para a Secção C, do Anexo I onde estão elencados todos instrumentos financeiros considerados por esta Diretiva, conforme poderão constatar através da leitura do Anexo I deste relatório.

Neste sentido também o RGICSF se pronunciou, definindo, no seu artigo 199º-A, número 3, como instrumento financeiro “qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte, incluindo, no mínimo, os instrumentos referidos na secção C do anexo I da Diretiva nº 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do

⁴ Pelo espartilho textual a respeitar terei que seguir um estudo mais simplista destas matérias, deixando um estudo mais aprofundado sobre estes instrumentos para a douda doutrina.

⁵ Quando pretendemos designar um instrumento financeiro podemos também recorrer-nos das expressões “produto financeiro” e “ativo financeiro.”

⁶ RENATO GONÇALVES “Nótulas...” pp.94-103.

Conselho, de 21 de abril”. Contudo, não podemos considerar este conceito rigoroso dado que existem instrumentos financeiros na aceção da DMIF que não são contratos, como é o caso dos valores mobiliários⁷.

Por fim, o CVM, apesar de não nos conceder uma concreta noção de instrumento financeiro, na sua cláusula 2ª do seu artigo 2º alude a ideia do legislador europeu, considerando ainda que “as referências realizadas no presente código a instrumentos financeiros devem ser entendidas de modo a abranger os instrumentos mencionados nas alíneas a) a f) do número anterior.”⁸

Perante esta ausência de definição legal, na medida em que a lei apenas nos concede elencos, poderemos recorrer à doutrina, nomeadamente a CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA⁹, ENGRÁCIA ANTUNES¹⁰, CARLOS COSTA PINA¹¹ e AMADEU FERREIRA, como forma de encontrar uma formulação deste conceito.

⁷ PAULO CÂMARA, na sua obra “Manual...”p. 200, pronuncia-se quanto a este conceito, “estabelecendo que este não se mostra útil na demarcação conceptual dos instrumentos financeiros”, na medida em que “há reconhecidamente instrumentos financeiros que não são contratos, como é o caso dos valores mobiliários”.

⁸ Cfr. Número 1 do artigo 2º do CVM, alíneas a) a f)

“a) Os valores mobiliários e as ofertas públicas a estes respeitantes;
b) Os instrumentos do mercado monetário, com exceção dos meios de pagamento;
c) Os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito;
d) Os contratos diferenciais;
e) As opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a:
i) Valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira;
ii) Mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes;
iii) Mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transacionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto;
f) Quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no artigo 39.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do mesmo diploma”

⁹ Designa como instrumentos financeiros “ documentos e contratos financeiros *lato sensu*, isto é, destinados ao financiamento a qualquer prazo ou relacionados com o financiamento a qualquer prazo”, in “Contratos II...”

¹⁰ Este autor recorre à cláusula g) do artigo 1º do CVM para designar estes instrumentos como “um conjunto de instrumentos jus comerciais heterogéneos suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas.”In “Os Derivados...”

¹¹ Este autor refere que, como instrumento financeiro “podemos, em termos gerais, considerar qualquer bem ou ativo intangível dotado de valor patrimonial- pecuniariamente expreso- e suscetível de ser objeto de transações em mercado, tendo por fim a mobilização da poupança captada ao serviço de uma função de mera colocação/aplicação de capitais ou de investimento, quer contribuindo para o seu financiamento, quer para a cobertura do respetivo risco.”

Considerando as posições dos supra mencionados autores na construção de um conceito de instrumento financeiro, parece claro que, conforme AMADEU FERREIRA,¹² estamos perante um conceito aberto. Pelo que apenas através do recurso aos vários elencos estruturados pela lei seremos capazes de alcançar aquilo que são considerados instrumentos financeiros no interesse do Direito Financeiro. Destarte, não nos podemos esquecer da funcionalidade financeira adjacente a estes instrumentos, quer seja de cobertura de risco, financiamento ou especulação.

Assim, conforme PAULO CÂMARA, é também crucial ter em conta que os mesmos “são posições jurídicas resultantes de um contrato, e que essas mesmas posições dotam-se de natureza patrimonial na medida em que estes instrumentos são onerosos e reportam a realidades que incorporam uma álea significativa, envolvendo sempre um risco.”¹³ Consequentemente, inerente a si é a sujeição a regras estritas nacionais e internacionais, no que respeita à emissão e negociação destes instrumentos, dado que a sua transação no seio dos mercados financeiros tem de respeitar os princípios da segurança e da transparência, bem como a supervisão prudencial e comportamental, na medida em que as suas funções são exclusivamente direcionadas para instituições financeiras devidamente autorizadas a atuar nesse domínio. Na verdade, o presente trabalho reflete, no âmbito do MIBEL, esta estrita regulação nacional e europeia de que os mercados de derivados são alvo, bem como a imperativa sujeição dos mesmos a supervisão como forma de controlo do cumprimento dessas regras.

Considerando o até aqui referido, com especial enfoque nos vários elencos estruturados pela lei, assistimos a uma incorporação de quatro realidades distintas na construção da noção de instrumentos financeiros: os valores mobiliários, os instrumentos financeiros derivados; os instrumentos financeiros do mercado monetário e os do mercado segurador, tendo sempre em conta que nenhum destes se excluem, antes se justapõem.¹⁴

Assistimos por isso a uma evidente valorização da noção de instrumento financeiro, em detrimento do conceito “valores mobiliários”, enquanto figura central, o que tem vindo

¹², AMADEU FERREIRA, “Lições de Títulos...”p.132-134

¹³ AMADEU FERREIRA, “Lições de Títulos...”p.132-134

¹⁴ PAULO CÂMARA considera que esta categorização “trata-se apenas de um arranjo conceptual de circunstância - sem pretensão alguma de discernir as características substanciais que unem os três subconjuntos”(“Manual...”p.203)

a suscitar preocupações doutrinárias dado o “acrescido risco de dissolução das fronteiras entre o Direito dos valores mobiliários e os demais subsectores do Direito financeiro”¹⁵.

Neste sentido, é perceptível que este é um conceito que tem a si adjacente uma realidade complexa e em constante evolução, assumindo-se cada vez mais como a figura central da regulação do direito financeiro e como responsável pela qualificação de novas realidades jurídicas. Aliás, este “conceito matriz, com inegáveis consequências sistémicas, dogmáticas, pedagógicas, de regulação e de supervisão” sustenta uma robusta relevância no domínio de regulação de títulos de valores mobiliários, uma vez que conforme analisámos as categorias de instrumentos financeiros e de valores mobiliários são apenas parte daquilo que designamos como instrumentos financeiros.¹⁶ Porém, tendo em conta esta constante evolução da realidade adjacente aos instrumentos financeiros, será difícil sedimentar um conceito concreto.

Perante a globalidade de realidades que integram os instrumentos financeiros, cumpre referir que a regulação dos mesmos realiza-se através do recurso ao CVM sendo possível reconduzi-la a cinco elementos principais, na medida em que adotámos a conceção de AMADEU FERREIRA. Assim, estes elementos são: i) sujeição a intermediação financeira obrigatória quando negociados em mercado ou de forma profissional; exigência de informação, que respeite as regras de qualidade espelhadas no artigo 7º CVM; ii) a exigência de informação pelos intermediários financeiros que transacionem os instrumentos, devendo os contratos onde eles intervenham ser considerados como contratos de intermediação financeira; iii) a possibilidade de aplicação das normas de sanção caso tenha sido violado o regime jurídico aplicável e, por fim, iv) a sujeição destes instrumentos à supervisão por uma das autoridades competentes à realização da mesma (CMVM, Banco de Portugal ou ASF, dependendo da natureza jurídica do produto financeiro em causa)¹⁷.

Por outro lado, o legislador tendo em conta a evolução dos mercados e consequentemente dos produtos transacionados, sentiu uma necessidade de “traçar um

¹⁵ Cfr. PAULO CÂMARA, “Manual...”, p.218.

¹⁶ AMADEU FERREIRA, in “Um código ...” determina de sua justiça que se deveria proceder à “organização das matérias em torno de dois núcleos essenciais, as instituições e tudo o que lhe seja atinente, nomeadamente em matéria prudencial, de um lado, e os instrumentos financeiros e todos os aspetos relativos aos seus regimes de emissão, comercialização/negociação, informação/publicidade, intermediação, liquidação, supervisão e sanção, do outro”. A respeito desta sua convicção iniciou uma discussão no sentido de estarmos a caminhar para um novo código, uma vez que a primazia concedida pelo CVM aos valores mobiliários deixa de fazer sentido, na medida em que a definição do instrumento financeiro engloba toda a realidade adjacente aos mercados financeiros, incluindo os valores mobiliários.

¹⁷ Cfr. AMADEU FERREIRA, “Lições de Títulos...”p.144.

perímetro a separar os instrumentos financeiros complexos dos não complexos, de modo a permitir que estes pudessem ficar sujeitos a regras menos exigentes quanto aos serviços de receção e transmissão de ordens¹⁸, estando em causa o dever de avaliação da adequação do instrumento financeiro ao cliente.

Neste sentido, o CVM, no seu artigo 314º-D, número 1 cláusula a) e no número 2 designa enquanto instrumentos financeiros não complexos as ações e obrigações que não incorporem derivados, as unidades de participação em organismos de investimento coletivo e instrumentos de mercado monetário¹⁹. Assim, através do recurso à interpretação a *contrario*, o legislador permite-nos construir a noção de instrumento financeiro complexo. Neste sentido, e recorrendo ainda ao DL 211-A, de 3 de Novembro²⁰, concretamente ao seu artigo 2º, definimo-los enquanto “instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento financeiro já existente, têm características que não são diretamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rendibilidade, têm que ser identificados na informação prestada aos aforradores e investidores e nas mensagens publicitárias como produtos financeiros complexos.”²¹ Complementarmente, o Reg. Da CMVM nº2/2012²² vem regulamentar os deveres de informação e publicidade relativos a estes produtos dada a complexidade e a não linearidade da rendabilidade dos mesmos²³

De acordo com o definido consideramos como produto financeiro complexo todos os instrumentos financeiros derivados, como os futuros, as opções, *Swaps*, contratos a prazo, na medida em que têm sempre um ativo subjacente do qual depende a evolução

¹⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, “Manual...”p. 210.

¹⁹ Esta lista de instrumentos não complexos deriva diretamente da DMIF, no entanto, este não se trata de um elenco incontestado

²⁰ Este DL veio reforçar os deveres de informação e transparência no âmbito do sector financeiro, quer para com as autoridades de supervisão, quer para com os clientes das instituições financeiras

²¹ A este respeito, NUNO MATOS refere que esta noção consiste “na adoção de uma definição lata o que, em nossa opinião, configura uma decisão correta, uma vez que, por um lado permite impedir que os intermediários financeiros logrem contornar o conceito e, por outro, atribui alguma discricionariedade à entidade reguladora aquando da apreciação de cada produto financeiro complexo.” In “Produtos...”, p.34.

²² Este Reg. está relacionado com os deveres informativos relativos a produtos financeiros complexos e comercialização de operações e seguros ligados a fundos de investimento, na medida em que estes produtos financeiros dotados de grande complexidade e risco deixaram de ser exclusivamente transacionados entre contrapartes elegíveis e passaram a ser também oferecidos a investidores não qualificados surgindo por isso preocupação de os proteger, salvaguardar devido à dificuldade de compreensão destes produtos por parte dos investidores, mesmo que estes apresentem um grau de literacia financeira acima da média.

²³ Cfr. NUNO MATOS “Produtos...” p.33

da sua rendibilidade²⁴; os valores mobiliários de estrutura derivada, as obrigações estruturadas, os seguros e as operações ligadas a fundos de investimentos e os produtos duais²⁵.

Em suma, a intenção do legislador foi categorizar os instrumentos financeiros caracterizados pelo seu grau de risco e pela sua grande complexidade e submete-los a um regime jurídico específico, ao invés de criar um novo tipo de instrumento financeiro.²⁶

2. INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS

Uma das categorias dos instrumentos financeiros são os derivados, que podem ainda ser categorizados enquanto produtos financeiros complexos. Tendo em conta que os produtos negociados no seio do mercado a prazo do MIBEL são derivados, importa abordarmos as características genéricas respeitantes aos mesmos e o regime a eles aplicável como forma de contextualizar o presente trabalho.

Qualificados enquanto produtos complexos, os derivados definem-se, de acordo com ENGRÁCIA ANTUNES, como “instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente.”²⁷

O surgimento destes produtos denominados de derivados está intimamente ligado com o processo da inovação financeira que tem caracterizado os mercados nas últimas décadas. Na verdade, esta inovação é fruto do fenómeno da globalização dos mercados financeiros e da concorrência, cada vez mais forte entre estes, o que levou a que a gestão de risco comesse a ocupar um lugar de relevo cada vez maior no seio das empresas e economias mundiais modernas²⁸.

De forma a dar resposta a esta globalização as instituições financeiras criaram estes novos produtos com vista à satisfação das empresas suas clientes ligadas à cobertura de risco, bem como ao aproveitamento de oportunidades especulativas e arbitragistas.

²⁴ Estes instrumentos constam do Anexo I, Secção C número 4 a 10 do da DMIF (vide anexo I deste relatório) e das alíneas c) a f) do artigo 2º do CVM.

²⁵ Cfr. Artigo número 1 alíneas c), e), f) e g) e artigo 2º alíneas c) a f) do CVM

²⁶ Neste sentido, PAULO CÂMARA considera que a “autonomização desta nova categoria conceptual vem de encontro à necessidade sentida de estabelecer uma maior simetria regulatória entre instrumentos que possam ter um perfil económico de risco semelhante.” In “Manual...”, p.214.

²⁷ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Derivados”, p 91.

²⁸ Vide, JOSÉ QUELHAS, “Sobre a Evolução...” pp.7-52.

Neste sentido, os derivados surgiram como “um meio de salvaguarda das empresas face ao risco do mercado.”²⁹

Enquanto instrumentos dotados de grande diversidade e complexidade, os contratos que estão na sua génese natural consubstanciam uma natureza consensual, não estando sujeitos a forma legal obrigatória, à exceção dos contratos de intermediação financeira³⁰ relativos aos serviços previstos nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º e a) e b) do artigo 291.º do CVM e celebrados com investidores não qualificados que se revestem obrigatoriamente de forma escrita.³¹ São ainda dotados de natureza não real, sinalagmática³², patrimonial, onerosa e aleatória.³³

Além do mais, o que distingue a natureza destes instrumentos é a relação de derivação que lhe subjaz, dado que a construção destes contratos é sempre realizada por referência a uma realidade prévia que os subjaz até ao seu termo. Por isto mesmo é que se definem enquanto “produtos criados para manter uma certa ligação com a realidade subjacente isto é, a relação que se estabelece entre o instrumento criado e a realidade subjacente integra o próprio contrato e faz parte do conteúdo do instrumento derivado.”³⁴

A realidade subjacente destes instrumentos é corporalizada por ativos de diversa natureza ou espécie, podendo revestir-se de natureza real ou virtual, corpórea ou incorpórea, jurídica ou económica, industrial ou financeira, desde que se tratem de realidades cujo valor esteja sujeito a um risco de variação³⁵³⁶.

Por outro lado, fator indissociável dos contratos de derivados é o tempo na medida em que todos consubstanciam uma situação jurídica prazo, pelo que os negócios que formam caracterizam-se pela existência de um período de tempo entre a data de celebração do mesmo, o cumprimento das prestações principais e a transmissão da titularidade dos bens/ativos.

²⁹ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Derivados”, pp. 91-92

³⁰ Sobre estes contratos em específico convoco a douta doutrina para um estudo mais completo. RUI PINTO DUARTE, “Contratos de...” e JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA “Contratos...”.

³¹ Artigo 321.º, número 1 do CVM.

³² Sobre o conceito do sinalagma *vide* MARIA DE LURDES PEREIRA e PEDRO MÚRIAS “Sobre o conceito...”

³³ Sobre as classificações dos negócios jurídicos, *vide* LUÍS MENEZES LEITÃO, “Direito das Obrigações”

³⁴ Cfr. AMADEU FERREIRA, “Direito...”, p.440

³⁵ Aqui ficam demonstradas as inúmeras possibilidades de técnicas de derivação adjacentes a estes instrumentos.

³⁶ Sobre estes ativos *vide*, ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, pp.134-135, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “Derivados.”

Se refletirmos acerca das essencialidades supramencionadas percebemos a forte ligação com a função que os instrumentos financeiros derivados visam, ou seja, a cobertura de risco. ENGRÁCIA ANTUNES especifica mesmo que apenas uma operação a prazo, executável numa data futura poderá fazer face à oscilação das variáveis económicas.³⁷

A função, praticamente exclusiva, de cobertura de risco que os derivados desempenham, remete-me para a questão do risco associado a estes. Aqui, o risco fornece o próprio objeto contratual, na medida em que as partes pressupõem negociar mesmo sobre toda a incerteza, tornando o risco inerente a essa incerteza a causa e objeto do negócio³⁸. Nesta temática, importa ainda fazer uma breve referência à questão da especulação,³⁹ considerada por nós uma técnica de negociação utilizada, por quem apenas pretende obter os ganhos com a diferença dos preços dos instrumentos financeiros em mercado sem realizar cobertura do risco de qualquer subjacente que detenha.⁴⁰ Porém, apesar desta classificação refira-se que a especulação contribui para a liquidez do mercado na medida em que proporciona a formação de preços mais eficiente nos produtos derivados.⁴¹

A respeito do supramencionado, podemos classificar estes instrumentos em três tipos clássicos: os contratos a prazo, onde inserimos os contratos a prazo individualizados, mais conhecidos por *forward* e os futuros (também designados por contratos a prazo padronizados e negociados em massa); as opções financeiras que se subdividem em padronizadas negociadas em mercado regulamentado ou as não padronizadas que são negociadas em OTC, e por fim os “Swaps”.⁴²

Esta distinção remete-nos também para a questão dos mercados onde estes instrumentos são transacionados, na medida em que poderemos classificá-los enquanto derivados de mercado regulamentado ou derivados de OTC⁴³.

A diferença nesta forma de caracterização dos derivados assenta sobretudo na padronização dos contratos em si adjacentes, na medida em que aqueles que são

³⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, pp 91-92

³⁸ O risco, sendo real, posiciona-se como um dos elementos característico destes produtos.

³⁹ A especulação conforme HÉLDER MOURATO a caracteriza consiste na exposição deliberada e consciente às incertezas do mercado, com a perspetiva de vir a obter um lucro”, in “Swap... p.40,

⁴⁰ Cfr. AMADEU FERREIRA, “ Lições de Direito...”, p.32.

⁴¹ Cfr. AMADEU FERREIRA, “ Lições de Direito pp.44-45 e HÉLDER MOURATO “Swap...” d p.40, e , CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA,” Contratos II...”p.133

⁴² Para uma análise mais detalhada destes contratos *vide*, Capítulo III, ponto 4 e 5 do presente relatório

⁴³ A respeito da distinção entre estes dois mercados financeiros de derivados, vide ponto 3 do presente capítulo.

negociados no seio do mercado regulamentado correspondem a contratos padronizados e homogêneos em termos de posições jurídicas, limitando-se a aderir às cláusulas gerais estabelecidas pela entidade gestora do mercado. Por outro lado são instrumentos que não permitem aos seus titulares que os transmitam para terceiros, sendo que para se desfazerem das suas posições são obrigados a realizar operações de sinal contrário às posições detidas, através do recurso à compensação, conforme estipula o artigo 259º, número 3 do CVM.

Por sua vez, quando os derivados são transacionados fora de mercado regulamentado, designamo-los como derivados de OTC ou derivados de balcão, que contrariamente aos de mercado, se caracterizam pela sua individualização a uma situação concreta podendo-se admitir uma certa padronização quando digam respeito a situações similares⁴⁴; pela sujeição a regras transmissivas próprias decorrentes da sua standardização, pelo que a transmissão do direito ou obrigação contratual só será possível com a existência de um acordo prévio e escrito da contraparte.⁴⁵

Uma outra forma de classificar os instrumentos financeiros derivados a que devemos atender é à questão da liquidação, na medida em que esta pode ser física ou financeira⁴⁶, conforme previsto no artigo 2º, número 1, alínea e) cláusulas i) a iii) CVM. Em relação á liquidação física que corresponde à transmissão efetiva dos instrumentos financeiros, a entrega do ativo subjacente é realizada no fim do prazo contratual, enquanto na liquidação financeira apenas há lugar à entrega de uma diferença entre dois preços.⁴⁷⁴⁸ Na verdade, a liquidação estabelecida contratualmente entre as partes é maioritariamente financeira sendo que esta “preenche plenamente as funções de mecanismos de gestão de risco, especulação e arbitragem mediante o desembolso de meros fluxos ou saldos pecuniários diferenciais.”⁴⁹

⁴⁴ A questão da padronização tem vindo a ser discutida uma vez que o EMIR exige que os derivados de OTC respeitem certos critérios, conforme irei explicar no ponto 3.2 do capítulo II deste relatório.

⁴⁵ A este respeito *vide* ENGRÁCIA ANTUNES “Os Derivados”, pp. 106-108 e AMADEU FERREIRA, “Lições de Direito...” pp.53-54.

⁴⁶ *Vide*, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Contratos II...” p.135

⁴⁷ A diferença dos preços é realizada entre o preço acordado no contrato e o preço do ativo subjacente uma determinada data.

⁴⁸ AMADEU FERREIRA, “Lições de Direito...” p.48, a este respeito chama a atenção para a questão dos contratos diferenciais na medida em que “os contratos de derivados com liquidação financeira têm sempre a natureza de contratos diferenciais, sendo que a questão que se pode colocar é se todos os contratos diferenciais são contratos de derivados com liquidação financeira...”, contudo esta discussão não cabe no âmbito do presente estudo.

⁴⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Instrumentos ...” p.151.

Por fim, a valoração destes instrumentos por referência a um determinado ativo subjacente consagra-lhes uma amplitude e abertura muito grande. No entanto, o legislador nacional tomou especial cuidado em enumerar os ativos admitidos à negociação no artigo 2º, número 1, cláusula e) e f) do CVM permitindo-nos recorrer a essa enumeração para classificar os derivados consoante o seu ativo subjacente.⁵⁰ Assim, analisando as referidas cláusulas, podemos ter, por um lado derivados sobre ativos financeiros (valores mobiliários, índices ou outros indicadores financeiros, divisas, taxas de juros ou outros derivados financeiros); e por outro derivados sobre ativos não financeiros (mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais).⁵¹⁵²

Por fim, cumpre referir que a complexidade inerente a estes instrumentos implica a sua negociação no seio de mercados financeiros específicos, os mercados de derivados, na medida em que é impreterível a sujeição a regulamentação própria. Estes mercados classificam-se em regulamentados e em mercado *over the counter*, sendo que consoante o sistema em que são transacionados os derivados distinguem-se em derivados de mercado ou de OTC.

3. MERCADOS FINANCEIROS DE DERIVADOS

O objeto deste trabalho recai sobre a negociação no mercado a prazo do MIBEL, mas esta ocorre de forma diferente quando ocorre no seio do mercado a prazo regulamentado ou fora deste e só um estudo das dicotomias em que assentam os mercados de derivados – regulamentado e *over-the-counter*-, nos permitirá perceber o regime e o correto funcionamento do mercado que nos propomos a apresentar.

3.1. MERCADO REGULAMENTADO

Os instrumentos financeiros assumem características diversas consoante sejam negociados em mercado e/ou dependendo do mercado onde são negociados. Por outro lado, as particularidades dos instrumentos financeiros derivados de mercado

⁵⁰ Refira-se que esta previsão legal dos ativos subjacentes se não for respeitada gera nulidade dos contratos nos termos do artigo 294º CC.

⁵¹ Além dos ativos elencados, da remissão da alínea f) para o Regulamento do Conselho Europeu nº 1287/2006, da Comissão de 10 de Agosto constata-se ainda um alargamento dos ativos subjacentes admissíveis.

⁵² No âmbito do mercado a prazo do MIBEL aqui em estudo referimo-nos sempre a derivados cujo o ativo subjacente corresponde a um ativo não financeiro, nomeadamente a mercadorias.

regulamentado devem muito ao enquadramento regulatório do mercado onde são transacionados.

Assim, de acordo com o estipulado no ordenamento jurídico português são considerados mercados regulamentados “os sistemas que, tendo sido autorizados como tal, por qualquer Estado Membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos” (art.199º, nº1 CVM) ⁵³”.

O enquadramento jurídico nesta matéria foi amplamente conformado pela legislação europeia. Ora, no contexto da evolução dos mercados financeiros e consequente aumento da complexidade e do número de serviços e instrumentos disponibilizados aos investidores, bem como o aumento destes, surgiu a Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)⁵⁴, a qual foi posteriormente complementada pela Diretiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de Agosto de 2006, e pelo Regulamento (CE) Nº1287/2006 de 10 de agosto de 2006 (MiFIR). A DMIF constitui um marco na harmonização das regras relativas à prestação de serviços financeiros, proteção dos investidores e na conformação dos mercados no espaço europeu.⁵⁵

Com a profunda reforma operada pela DMIF foi introduzido o conceito de plataforma de negociação organizadas⁵⁶, o qual circunscreve a negociação a três formas organizadas: os mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral⁵⁷ e a internalização sistemática⁵⁸⁵⁹. A instauração de um novo paradigma regulatório levou

⁵³ Cfr. ANTÓNIO SOARES a definição do CVM não se distingue muito do entendimento da Diretiva do Serviço de Investimento acerca do que eram mercados regulamentados “in “Mercados...”p.281.

⁵⁴Esta diretiva sucessora da Diretiva dos Serviços de Investimento implementada em 1995 veio alterar as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, e que revoga a Diretiva 93/22/CE do Conselho.

⁵⁵ Esta diretiva veio atualizar o elenco dos serviços de investimentos e dos instrumentos financeiros, veio aumentar a competitividade das empresas de investimento e em simultâneo assegurar a proteção do investidor e a uniformização da legislação europeia no quadro da criação de um mercado único europeu assente num regime completo de transparência relativa às transações potenciais e efetivas em instrumentos de capital.

⁵⁶ Uma plataforma de negociação eletrónica é definida como “qualquer sistema eletrónico que permite a investidores transacionar diretamente produtos financeiros complexos, designadamente mediante internet”, de acordo com o artigo 3º, alínea c) do Regulamento nº 2/2012 da CMVM

⁵⁷ A este respeito *vide*, ANDRÉ SANTOS, “Os sistemas...”

⁵⁸ Devido à densidade de cada uma destas matérias, no âmbito do estudo deste relatório, ou seja, o mercado MIBEL, irei centrar a minha análise nos mercados regulamentados enquanto plataforma de negociação organizada.

⁵⁹ A este respeito *vide*, CARLA DIAS PEREIRA, “Internalização...”

então à reestruturação das estruturas de mercado, a qual esteve intimamente ligada à inovação financeira por um lado, e ao alargamento do elenco dos instrumentos financeiros admitidos à negociação incluindo os derivados.⁶⁰

Neste sentido, a DMIF define mercados regulamentados como “sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros - dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no Título III⁶¹. ”

O traço distintivo do mercado regulamentado é o facto de o seu funcionamento depender da observância de regras estritas e não discricionárias que permitam o funcionamento transparente e seguro da plataforma, face às notas de multilateralidade e diversificação da intervenção de participantes/investidores nos seus sistemas.

A autorização⁶² de mercados regulamentados está reservada aos Estados-Membros, devendo as autoridades competentes pela supervisão destes controlar o cumprimento contínuo das regras estabelecidas, bem como assegurar que o operador de mercado, cujas funções estão relacionadas com a organização e funcionamento do mercado, seja cumulativamente responsável pela certificação das mesmas regras⁶³.

Adicionalmente, qualquer entidade gestora de mercado deve ser idónea e ter a experiência adequada por forma a assegurar uma gestão sã e prudente do mercado. Os requisitos de idoneidade e experiência são igualmente aplicáveis às pessoas que se encontrem em posição de exercer uma influência significativa sobre a gestão dos mercados regulamentados⁶⁴.

Deste modo, em prol da referida boa organização e gestão, o novo regime comunitário dispõe de requisitos em relação às sociedades gestoras de mercados regulamentados, de acordo com o exposto no artigo 39º da DMIF. Estes requisitos versam

⁶⁰ A lista dos instrumentos financeiros de onde constam os derivados encontra-se espelha na Secção C, anexo I, alíneas a 4 a 10 da DMIF (*vide* Anexo I)

⁶¹ Artigo 4º, número 1, alínea 14 da DMIF

⁶² *Vide*, artigo 36º, números 1 e 5 da DMIF

⁶³ *Vide*, artigo 38º, número 2 da DMIF

⁶⁴ Artigos 37º e 38º da DMIF.

fundamentalmente sobre gestão de conflitos, gestão de riscos e suficiência dos recursos suficientes para permitir o funcionamento ordenado do mercado.⁶⁵

No contexto jurídico português, tais requisitos e deveres encontram-se plasmados no Decreto-Lei nº357-C/2007, de 31 de outubro, e no Reg. da CMVM nº. 4/2007. A constituição de entidades gestoras de mercados regulamentados está sujeita a critérios rígidos em Portugal, tais como, a disponibilidade de meios humanos, e materiais, os deveres de reporte e de informação ao mercado e às autoridades competentes e os critérios de *governance*.

No que respeita à admissão de instrumentos financeiros no seio destes mercados, a DMIF impõe que estes disponham de normas claras e transparentes⁶⁶, nomeadamente que assegurem que os instrumentos possam ser “negociados em condições equitativas, ordenadas e eficientes.”⁶⁷

Quando se trate da negociação de instrumentos derivados, as regras devem ainda garantir que a configuração do contrato do derivado permita a standardização, a formação de preços ordenadas, bem como a existência de condições de liquidação eficazes⁶⁸. A questão da formação do preço é especialmente relevante neste contexto, uma vez que o mercado tem de se certificar de que as condições contratuais relativas a esses instrumentos são claras e inequívocas, de forma a ser permitida uma correlação entre o preço do instrumento financeiro e o preço do ativo subjacente⁶⁹. Ademais, é ainda exigido que a entidade gestora do mercado preveja nos contratos os procedimentos relativos à liquidação, à entrega do ativo subjacente e garanta a existência de mecanismos de supervisão para a negociação e liquidação destes instrumentos.

Face ao exposto, resulta claro o elemento caracterizador dos instrumentos financeiros derivados negociados em mercado regulamentado – a sua padronização e centralização do sistema de negociação que precede a celebração. Estes derivados, antigamente

⁶⁵ Vide, artigo 39º, alíneas a) a f) da DMIF.

⁶⁶ O CVM espelha o aqui exigido no artigo 209º, número 1.

⁶⁷ Estas regras encontram-se detalhadas nos artigos 35º a 39º do MiFir.

⁶⁸ Cfr. Artigo 40º, número 2 da DMIF.

⁶⁹ Neste contexto, conforme dispõe a al. d) e e) do artigo 37º do MiFir “as disposições de determinação do preço de liquidação devem assegurar que este reflete de modo adequado o preço, porém, no caso de a liquidação requerer a possibilidade de entrega do ativo subjacente em vez da liquidação com base em numerário, devem existir procedimentos adequados que permitam aos participantes no mercado obter as informações sobre esse ativo subjacente, bem como para realizar a liquidação e entrega do mesmo”.

designados de bolsa, caracterizam-se por serem contratos totalmente padronizados na medida em que as suas condições negociais são definidas pela entidade gestora do mercado, por força do estipulado no artigo 203º do CVM.⁷⁰

Ora, é uma condição essencial da admissão ao mercado pelo OMIP, mercado sob o qual recai o âmbito de estudo do presente trabalho, destes instrumentos a sua configuração, i.e., uma estandardização que permita a formação ordenada dos seus preços, nos termos do disposto no artigo 205º CVM.

A exigência de padronização dos instrumentos financeiros derivados de mercado regulamentado está expressamente prevista no artigo 207º, número 2, do CVM, que determina que “as operações sobre os instrumentos financeiros referidos nas alíneas e) e f) do n.º 1 do artigo 2.º realizam-se nos termos das cláusulas contratuais gerais, em que são padronizados o objeto, a quantidade, o prazo da operação, a periodicidade dos ajustes de perdas e ganhos e a modalidade de liquidação, elaboradas pela entidade gestora e sujeitas a:

a) Comunicação prévia à CMVM; e

b) Aprovação do Banco de Portugal, se tiverem como ativo subjacente instrumentos do mercado monetário e cambial”.

Com especial relevo no mercado que nos propomos a estudar neste relatório, ou seja, no mercado a prazo de energia do mercado ibérico de energia elétrica (MIBEL) prescreve o número 3 daquele artigo que vem clarificar que quando se tratem de operações sobre mercadorias a realização destas operações já depende da portaria do Ministro das Finanças e do Ministro da área, com emissão de parecer prévio da CMVM e do Banco de Portugal.

Aquando da sua admissão, a negociação dos instrumentos financeiros derivados nas plataformas de negociação está entregue aos membros do mercado, uma vez que o acesso ao mercado é necessariamente intermediado, i.e., “um investidor para ter acesso direto, necessitará impreterivelmente de um intermediário financeiro que estabeleça a respetiva conectividade”, conforme determinado pelo artigo 206º do CVM, o que nos

⁷⁰ A respeito Carlos Ferreira de Almeida, “Contratos II...”p.132, refere que a tipificação destes contratos derivados pode advir de regras adotadas pelas entidades gestoras do mercado, mas sobre essas mesmas regras “a doutrina oscila quanto à sua qualificação, podendo designar-se normas corporativas, regulamentos, cláusulas contratuais gerais ou regras de natureza híbrida.”

reflete a imposição do princípio da intermediação no acesso a estas estruturas de mercado.

À semelhança das exigências dirigidas à entidade gestora de mercado, também relativamente aos membros negociadores são exigíveis os requisitos de idoneidade e experiência, aos quais se somam, a exigência de “nível suficiente de capacidade e competência de negociação, como também mecanismos organizativos adequados e recursos suficientes para garantir a adequada liquidação das transações.”⁷¹ Neste contexto, conforme explicitado *infra* no ponto 6 do presente relatório, assume especial relevância a capacidade de compensação das operações realizadas.

Em suma, a exigência do legislador no sentido de impor regras de funcionamento transparentes e não discriminatórias potenciam o funcionamento regular do mercado (regras de *post trading*⁷²), quer quanto à admissão à negociação dos instrumentos financeiros, quer em matéria de acesso ao mercado, como das regras aplicáveis aos membros e participantes do mesmo, consoante disposto no artigo 42º, número 2 da DMIF.

Tal imperatividade decorre da necessidade não só de promover a concorrência entre as múltiplas instituições e estruturas financeiras que complementam este sector, bem como da proteção do investidor, a formação eficaz de preços a um nível europeu e a manutenção da liquidez do mercado e ainda da sua eficiência e integridade.

3.2. MERCADO OVER-THE-COUNTER

Ao contrário dos mercados regulamentados, o mercado de balcão (doravante OTC) é um mercado não organizado que se caracteriza pela realização de operações bilaterais por intermediários financeiros, por conta própria ou alheia, ou pelos próprios agentes de mercado, fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral.⁷³

⁷¹ Vide, artigo 42º, número 3, alíneas a) a d) da DMIF. Vide ainda artigo 206º do CVM.

⁷² As regras relativas ao processo de negociação são divididas consoante digam respeito à fase de pré ou pós – negociação, nos termos dos artigos 44º e 45º da DMIF e dos artigos 17º, 27º, 29º e 30º do Regulamento (CE) Nº 1287/2006 da Comissão de 10 de Agosto de 2006 que aplica a DMIF.

⁷³ RANDALL DODD descreve um mercado OTC como um “*named for what was once an informally organized market, the over-the-counter (OTC) is now a well-organized market place, however, with little or no regulatory oversight in comparison to an Exchange*”, in “The structure...”p.4.

Por esta razão, o CVM, ao contrário do antigo Código dos Mercados dos Valores Mobiliários, considerou que estes não mereciam a “qualificação de mercado, passando a ser enquadrado como uma mera atividade de intermediação financeira.”⁷⁴

Na mesma linha de entendimento refere ENGRÁCIA ANTUNES que este mercado “genericamente relativo ao segmento das operações dos intermediários financeiros realizados fora das formas organizadas de negociação, tem vindo a adquirir um relevo crescente, sendo as suas forças simultaneamente as suas fraquezas: à acrescida flexibilidade negocial e moldabilidade substantiva contrapõem-se a sua mais reduzida fungibilidade e liquidez, além do risco de incumprimento das contrapartes.”⁷⁵

No que respeita aos instrumentos financeiros derivados, todos os que forem transacionados através de operações bilaterais são correntemente designados de derivados de balcão. Tais instrumentos caracterizam-se por serem contratos dotados de individualidade e de uma exposição a riscos elevados, na medida em que a negociação se processa diretamente entre as partes, de forma desintermediada e, normalmente, sem interposição de contraparte central. Neste pressuposto, são as partes da transação que se assumem como contratantes sujeitando-se às regras acordadas entre elas. Tradicionalmente, a negociação no mercado OTC é menos transparente e segura, assumindo as partes o risco de crédito na totalidade (dado que não é exigida interposição de contraparte central).⁷⁶

O desenvolvimento e o impacto da negociação deste tipo de derivados em OTC justifica-se pelas vantagens inerentes à negociação neste mercado que permitem, mais propriamente: i) a criação de novos instrumentos financeiros estruturados ou atípicos a custos operacionais relativamente baixos comparativamente ao mercado; ii) uma maior customização dos termos do contrato permitindo aos clientes adequarem os produtos às suas necessidades; iii) uma melhor cobertura dos riscos através da customização perfeita⁷⁷.

⁷⁴ CARLA DIAS PEREIRA, “Internalização...”, p.160.

⁷⁵ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, p.108.

⁷⁶ STEPHEN CECCHETTI/JACOB GYNTELBERG / MARC HOLLANDERS “ their decentralized nature, combined with the heterogeneity of the instruments traded, naturally makes bilateral OTC markets less transparent than their centralized counterparts”, in “Central...”p.49.

⁷⁷ Vide, STEPHEN G CECCHETTI/JACOB GYNTELBERG / MARC HOLLANDERS, “Central...”.

Apesar das vantagens evidentes da negociação em OTC, tem-se vindo a assistir a um grau de padronização cada vez maior destes contratos em detrimento do seu registo tradicional de *taylor-made*.⁷⁸

Neste contexto, refira-se que esta padronização, encontra o seu suporte nos contratos *standard* elaborados e publicados pelas associações de agentes de mercado, nomeadamente da *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*.

Os Acordos ISDA são compostos por diversos termos e condições aplicáveis ao universo dos “mercados OTC”, sendo que os primeiros *master agreements*, datados de 1992, assentavam em duas modalidades distintas: i) o MA *Multicurrency –Crosse Border* e o ii) *Single Currency –Single Jurisdiction*.⁷⁹ Contudo, no período de 1997-1998, os mercados financeiros globais vivenciaram períodos de grande volatilidade com adjacente deterioração das condições de crédito. Em períodos de grande volatilidade, o risco sistémico leva os participantes dos mercados a cobrirem os riscos decorrentes das suas relações comerciais e a procurarem soluções que estabilizem valor dos ativos que detêm.

Neste contexto, em 2003, o ISDA publicou o “2002 Master Agreement”(MA), contrato quadro que veio estabelecer um complexo mas também flexível regime regulador das negociações de instrumentos financeiros derivados em OTC.

Estes acordos estabelecem termos e condições gerais aplicáveis a todas as transações de instrumentos financeiros derivados,⁸⁰ nomeadamente sobre *commodities*⁸¹, entre duas partes ou mais. O “2002 Master Agreement” é um contrato quadro que regula a relação entre as partes, sendo cada operação de instrumentos derivados regulada nesse enquadramento contratual mediante a sua inclusão através de um *Schedule*, que define as particularidades da operação realizada.

⁷⁸ AMADEU FERREIRA referia que esta padronização se tornava cada vez mais uma exigência inerente a estes contratos, com particular destaque para os *swaps*.

⁷⁹ De entre as duas modalidades, o primeiro sempre se evidenciou como o mais utilizado no seio dos mercados de derivados OTC

⁸⁰ Neste sentido: “Although the materials published by ISDA were originally conceived for the burgeoning interest rate swap Market in the mid-1980s, ISDA documentation now accommodates financial derivative transactions, commodity derivative transactions, and credit derivative transactions.” JOHN-PETER CASTAGNINO, “Derivatives...”p.253.

⁸¹ A este respeito refira-se “Although the term ‘commodity’ conotes a physical asset, such as agricultural produce, a chemical, or base and precious metals, the term in the context of the derivative markets has increasingly been held to include intangibles such as generated energy, reight prices and now emission right”, JOHN-PETER CASTAGNINO, “Derivatives...”p. 253.

Assim, da celebração deste contrato constituiu-se como condição que as diferentes transações realizadas entre as partes, sejam concebidas como parte de um único negócio, denominando-se esta cláusula de “*Single Agreement Clause*.”⁸²

Como contraponto, e conforme referido acima, o facto de não constituir um mercado organizado e face à heterogeneidade dos instrumentos que são em si negociados o OTC é caracterizado por sofrer de falta de transparência.⁸³

Neste sentido, sabendo-se que a negociação nestes mercados permite a construção de redes de independências complexas que dificultam a identificação da natureza e dos níveis de risco envolvidos, e após a recente crise financeira⁸⁴ tem sido argumentado que os instrumentos derivados negociados por esta via “aumentam a incerteza em períodos de pressão sobre os mercados e, por conseguinte provocam riscos para a estabilidade financeira.”⁸⁵

Nesse pressuposto, os líderes do G-20 de 2009, em Pittsburgh, emitiram um conjunto de princípios e de recomendações no sentido da implementação de um conjunto de medidas que permitam melhorar a transparência da negociação de derivados em OTC e a monitorização destes mercados.

No contexto europeu, o Regulamento (EU) n.º 648/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (doravante EMIR) veio dar resposta às preocupações manifestadas nesta matéria.⁸⁶

O EMIR veio tornar obrigatório o reporte de transações de todos derivados negociados junto dos repositórios de transações⁸⁷, o que por sua vez veio exigir a compensação, de

⁸² Cfr. SOFIA MACHADO, “Close-out...” p.10.

⁸³ A este respeito *vide*, STEPHEN G CECCHETTI/JACOB GYNTELBERG/ MARC HOLLANDERS, “*Central...*”

⁸⁴ AMADEU FERREIRA já fazia referência à falta de regulação dos derivados de OTC como um dos fatores de agravamento da atual crise financeira.

⁸⁵ Cfr. Considerando (4) do EMIR.

⁸⁶ Acerca deste tipo de regulamento CATARINA MACHADO determina que os mesmos “regulam questões de princípio dos mercados financeiros que envolvem opções políticas de fundo e não apenas medidas de implementação dos referidos princípios. Este desenvolvimento político-regulatório comunitário apresenta algumas vantagens muito concretas que são suscetíveis de tornar a regulação e supervisão dos mercados financeiros mais eficaz e eficiente...”, in “A ESMA...” p.92.

⁸⁷ *Vide*, artigo 9 do EMIR, Reg. Delegado (EU) N°148/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012, que completa o EMIR, Reg. Delegado (EU) n°149/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012, que completa o EMIR. *Vide*, ainda Reg. da CMVM n°2/2011.

determinadas classes de derivados, das operações através de contrapartes centrais⁸⁸ com vista à redução do risco sistémico, veio estabelecer um conjunto de medidas de mitigação de risco⁸⁹ como troca de garantias, confirmação, compressão de portfólios de transações e medidas de resolução de disputas entre as partes numa transação, quando não sujeitas a clearing centralizado, entre outros⁹⁰.

Esta iniciativa legislativa resulta do reconhecimento da importância do ajustamento das estruturas de mercado e do *post trading* aos desafios expostos na recente crise financeira e assunção de que a transparência dos mercados de derivados OTC se afigura como essencial na prevenção do risco sistémico.⁹¹

A par do EMIR, cumpre referir ainda a revisão da DMIF e da MIFIR, operada e entrada em vigor do Reg. Europeu das CSDs 909/2014, em 2014, encontrando-se ainda em elaboração as correspondentes normas técnicas de regulamentação.

Neste contexto, o legislador europeu, com o intuito de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança e fazer face às áreas não regulamentadas, como forma de apoiar a integridade e a eficiência global do sistema financeiro, procedeu a alterações substanciais, da anteriormente analisada DMIF, estando prevista então a implementação da diretiva sua sucessora, a Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU (doravante designada DMIF II)⁹².

No que respeita às alterações produzidas, de acordo com a matéria em análise, destaca-se o alargamento do elenco das plataformas de negociação organizadas ao sistema de negociação organizada também designado de “OTF” (*Organized Trading Facilities*).

⁸⁸ Cfr. Considerandos (13) e (15) do EMIR “a aplicação uniforme desta medida pressupõe o estabelecimento de requisitos que obriguem que os contratos derivados de OTC que possam ser objeto de compensação centralizada o sejam através de CCPs e de forma a garantir efetivamente a redução do risco sistémico é necessário identificar as classes de derivados que deverão ser sujeitas a essa obrigação.”

⁸⁹ Vide artigo 11º do EMIR e Reg. Delegado (EU) nº149/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012 que completa o EMIR no que respeita a normas técnicas de regulamentação sobre os acordos de compensação indireta, a obrigação de compensação, o registo público, ao cesso a um espaço ou organização de negociação, as contrapartes não financeiras e as técnicas de atenuação dos riscos para os contratos de derivados OTC não compensados através de uma CCP.

⁹⁰ Vide, artigos 12º a 17º do Reg. Delegado (EU) nº149/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012

⁹¹ A este respeito vide, CATARINA MACHADO “A ESMA...” pp.70-104.

⁹² “With the implementation of MiFID II/MiFIR on the horizon in Europe, the industry is anticipating a more level playing field between the US and the EU. Viewing regulatory initiatives in isolation is no longer an option, as it poses the risk of missing key inter-relationships and greater regulator cooperation, as well as potentially increasing the cost of compliance and failing to identify profitable business opportunities.”, PAUL GIBSON/KIMON MIKROULIS/CIAN Ó BRAONÁIN in “Crossing:...”, p.46.

Este sistema diz respeito a um “mercado multilateral que não seja um mercado regulamentado nem um MTF dentro do qual múltiplos interesses de compra e de venda de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados manifestados por terceiros podem interagir de modo a que tal resulte num contrato⁹³.”

Desta forma, além dos mercados regulamentados e dos sistemas de negociação multilateral, surge este sistema de negociação organizado cuja criação resultou da intenção do legislador incluir este tipo de plataformas como plataformas organizadas/regulamentadas de negociação, sujeitando-a aos requisitos previstos para as restantes formas de negociação, no sentido de preservar a eficiência e o funcionamento ordenado dos mercados financeiros. Destes requisitos, destacam-se, de acordo artigo 18º da DMIF II, o estabelecimento de regras e procedimentos transparentes no que diga respeito aos instrumentos negociados de forma a permitir uma negociação equitativa e ordenada, bem como que disponham de meios para identificar e gerir consequências potencialmente negativas para o funcionamento da plataforma.

Acrescem-se a estas regras, exclusivamente para os OTF, a obrigatoriedade para quem neles opera de adotar disposições que “impeçam a execução de ordens de clientes num OTF com base no capital da empresa de investimento/operador do OTF, ou de uma entidade ou pessoa coletiva que faça parte do mesmo grupo”. A respeito desta plataforma apenas é permitido pelos Estados-Membros que sejam efetuadas “transações simultâneas por conta própria em obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão e certos derivados caso o cliente tenha autorizado o processo” e que a execução de ordens neste sistema seja efetuada numa base discricionária, nos termos do artigo 20º, número 6.

Por fim, outra alteração com impacto na matéria em estudo, diz respeito à obrigação de negociação de determinados derivados em plataformas organizadas, ou seja, em mercados regulamentados, MTF e OTF. Esta medida tem o seu assento no Reg. 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Maio de 2014 relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Reg. (EU) nº648/2012 (doravante designado de MiFIR II).

⁹³ Cfr. Artigo 4º, número 23 da DMIF II

Este dever estabelece que as contrapartes financeiras⁹⁴ e as contrapartes não financeiras que de acordo com o artigo 10º do EMIR, são designadas contrapartes não financeiras mais⁹⁵, quando realizem transações entre si em derivados sobre os quais tenha sido declarada obrigação de compensação nos termos do artigo 32º e 34º do MiFIR II, ficam sujeitas à obrigação de negociação em plataformas de organizadas de negociação, ou seja, em mercados regulamentados, MTF ou OTF's, de acordo com as regras do artigo 28º do MiFIR II.

⁹⁴ *Vide*, artigo 2º, número 8 do EMIR.

⁹⁵ *Vide*, artigo 10º EMIR e artigo 11º do Reg. Delegado (EU) nº149/2013 da Comissão de 19 de dezembro de 2012 que completa o EMIR no que respeita a normas técnicas de regulamentação sobre os acordos de compensação indireta, a obrigação de compensação, o registo público, ao acesso a um espaço ou organização de negociação, as contrapartes não financeiras e as técnicas de atenuação dos riscos para os contratos de derivados OTC não compensados através de uma CCP,

CAPÍTULO III

MIBEL - O MERCADO IBÉRICO DE ENERGIA ELÉTRICA

1. ENQUADRAMENTO HISTÓRICO

O processo de liberalização europeia do setor elétrico teve o seu início no Reino Unido com o “*Energy Act*” emitido em 1983, o qual teve um papel fundamental na mobilização de esforços no sentido da promoção do mercado único europeu de energia elétrica, que culminou na aprovação por parte da Comissão Europeia da Diretiva 96/92/CE de 19 de dezembro⁹⁶.

Neste contexto, a diretiva decretou a separação das atividades de produção, transporte e distribuição,⁹⁷ a liberalização do acesso de terceiros às redes de transporte e distribuição e criou a figura do regulador independente em cada em cada Estado-Membro⁹⁸.

Com base no reconhecimento na entrada numa nova era de energia que propendia para “soluções de mercado e de grande concorrência em detrimento dos esquemas monopolistas e intervencionados do passado,”⁹⁹ os Governos de Portugal e de Espanha impulsionaram a criação de um mercado ibérico de energia elétrica.

Deste modo, a 29 de Julho de 1998, o Ministro da Economia de Portugal e o Ministro da Indústria e Energia de Espanha assinaram um Acordo que tinha por base a cooperação em matéria de energia, nomeadamente a integração dos sistemas elétricos como meio para a formação do mercado ibérico. Posteriormente, a 14 de Novembro de 2001, foi celebrado um Protocolo de Colaboração entre as Administrações Espanhola e Portuguesa para a criação do Mercado Ibérico de Eletricidade, com o intuito de estabelecer as regras para a construção do referido mercado comum, sendo que anos mais tarde, a 8 de novembro de 2003, um Memorando de Entendimento assinado na

⁹⁶ Esta Diretiva foi revogada pela Diretiva 2003/54/CE, ainda hoje em vigor que, tal como a anterior, estabelece regras comuns para a produção, transporte, distribuição e fornecimento de eletricidade. Define as normas relativas à organização e ao funcionamento do setor da eletricidade e ao acesso ao mercado, bem como os critérios e mecanismos aplicáveis aos concursos, à concessão de autorizações e à exploração das redes, de uma forma evoluída.

⁹⁷ Esta separação é recomendada na medida em que permite distinguir o que se deve manter como monopólio natural (o transporte) do que ganha em ser submetido ao regime de concorrência (produção e venda a clientes finais)”, conforme refere Luís BRAGA DA CRUZ, Presidente do OMIP.

⁹⁸ Vide, Luís BRAGA DA CRUZ, “A Liberalização...”

⁹⁹ Cfr. Luís MIRA AMARAL “Energia...”

Figueira da Foz, no âmbito da XIX Cimeira Luso-Espanhola, fixou o calendário para a concretização do MIBEL.

As bases para a constituição e criação do MIBEL foram definidas com a celebração do Acordo de Lisboa a 20 de janeiro de 2004. Este Acordo previu o modelo de funcionamento de ambos os mercados, pressupondo a existência de dois pólos responsáveis pela gestão dos mercados organizados, o pólo português representado pelo OMIP, que trataria o mercado a prazo e o pólo espanhol, doravante designado OMIE, responsável pelo mercado diário (também designado mercado *spot* ou “à vista”).

Porém, uma vez que o *supra* acordo nunca entrara efetivamente em vigor¹⁰⁰, os governos Português e Espanhol, convencidos que a criação de um Mercado Ibérico de Energia Elétrica constituiria “um marco na construção do Mercado Interno da Energia na União Europeia e que permitiria acelerar o processo de aplicação prática das disposições da Diretiva 2003/54/CE”¹⁰¹, pretenderam agilizar o processo de integração das redes elétricas¹⁰² através da celebração, a 1 de Outubro de 2004, do Acordo de Santiago de Compostela.¹⁰³

Tal acordo foi já alvo de algumas revisões, sendo que a primeira oficial foi fruto da XXII Cimeira Luso-Espanhola em Badajoz, na qual os governos reafirmaram o seu empenho no aprofundamento do MIBEL e seu alargamento ao Mercado Ibérico do Gás Natural. Desta Cimeira resultou um plano tendente à harmonização da regulação do setor energético na Península Ibérica. No dia 18 de Janeiro de 2008, tendo em vista a prossecução do acordado na Cimeira de Badajoz e agilizar o desenvolvimento do MIBEL, foi assinado em Braga um Acordo de Revisão do Acordo de Santiago de Compostela.

¹⁰⁰ Este acordo apenas conheceu aplicação provisória a partir de 22 de Abril de 2004, o que expôs a necessidade dos Governos reverem o regime jurídico dos mercados de energia elétrica mediante a revisão da constituição do MIBEL

¹⁰¹ Cfr. Acordo de Santiago de Compostela.

¹⁰² Esta integração revela-se benéfica para os consumidores, na medida em que através da constituição destas plataformas será possibilitado a todos os participantes, nos termos do enquadramento comunitário aplicável um acesso igualitário, transparente e objetivo ao mercado

¹⁰³ Acordo entre a República Portuguesa e o Reino de Espanha relativo à Constituição de um Mercado Ibérico da Energia Elétrica, aprovado pelo Decreto do Presidente da República nº 29/2006, de 5 de Março, e pela Resolução da Assembleia da República nº23/2006, de 10 de janeiro, publicados no Diário da República, 1ª série-A, nº59, de 23 de Março de 2006.

2. DISPOSIÇÕES GERAIS: ACORDO DE SANTIAGO DE COMPOSTELA E COMPETÊNCIAS DE SUPERVISÃO

O reconhecimento de um mercado único a nível ibérico constitui um fator essencial na harmonização e estabelecimento de um *level playing field* na atuação das entidades portuguesas e espanholas que atuam no mercado elétrico,¹⁰⁴ bem como qualquer outra entidade que, direta ou indiretamente, intervenha no sistema elétrico de cada uma das partes do Acordo, as quais passam a estar sujeitas a regras uniformes, e por conseguinte, tendo os mesmos direitos e obrigações.

Ademais, cumpre referir que o MIBEL assenta a sua base nos princípios da transparência, livre concorrência, objetividade, da liquidez, do auto-financiamento e auto-organização dos mercados¹⁰⁵, sendo estes também aspetos importantes para a sua sustentabilidade, traduzindo-se por isso mesmo na possibilidade de qualquer consumidor poder adquirir energia elétrica a qualquer comercializador ou produtor no espaço ibérico.¹⁰⁶

Nos termos do disposto no Acordo de Santiago de Compostela, quanto à estrutura, o MIBEL é formado por: (i) mercados organizados, de onde fazem parte o mercado diário, o mercado intradiário e o mercado a prazo¹⁰⁷; e, (ii) mercados não organizados,

¹⁰⁴ Para este efeito, consideram-se entidades, conforme estabelece o artigo 3º, número 2 do Acordo de Braga

“a) Os produtores de energia elétrica, pessoas singulares ou coletivas, cuja função é produzir energia elétrica, bem como construir, operar e manter as centrais de produção, tanto para consumo próprio como para consumo de terceiros;

b) O operador de mercado ibérico (OMI) e as sociedades gestoras dos mercados organizados;

c) Os operadores de sistema de cada uma das Partes;

d) Os comercializadores de último recurso, nos termos especificados na Diretiva n.º 2003/54/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, sobre as regras comuns para o mercado interno da eletricidade;

e) Os comercializadores, que são as pessoas coletivas que, acedendo às redes de transporte ou distribuição,

têm como função a venda de energia elétrica aos consumidores ou a outras entidades do sistema;

f) Os consumidores finais, pessoas singulares ou coletivas, que compram a energia para seu próprio consumo;

g) Os agentes que atuem por conta de outras entidades do MIBEL, de acordo com as normas legais que lhes sejam aplicáveis;

h) Os agentes que negociem instrumentos financeiros nos mercados do MIBEL;

i) Quaisquer outros agentes que se definam por acordo das Partes.”

¹⁰⁵ Vide, Artigo 2º do Acordo de Santiago de Compostela .

¹⁰⁶ Denota-se a força do Princípio do reconhecimento mútuo da qualidade de agente, entre ambos os sujeitos, na medida em que estão autorizados a atuar tanto em Espanha como em Portugal.

¹⁰⁷ No mercado a prazo transacionam-se contratos de instrumentos financeiros cujo ativo subjacente são blocos de energia, apenas com entrega posterior ao do dia de celebração do contrato e com liquidação física ou financeira. Já no que respeita aos mercados diários aqui negociam-se blocos de energia mas com entrega para o dia a seguir ao da contratação e a liquidação deve ser física. Quando falamos em mercado intradiário referimo-nos à contratação de blocos de energia para o próprio dia com liquidação também tendencialmente física.

nos quais se realizam transações ou contratos de energia elétrica e se negociam instrumentos financeiros de forma bilateral e fora de mercado cujo subjacente são os contratos sobre energia negociados no MIBEL, i.e., transações *Over the Counter* (OTC).

Em suma, o modelo de funcionamento do MIBEL assenta em dois modelos de mercado, o mercado *spot* e o mercado a prazo, que se complementam, e para o qual foi criado um Operador de Mercado Ibérico, constituído por duas sociedades gestoras de participações sociais, com sedes, respetivamente, em Espanha e em Portugal, OMEL e OMIP SGPS., S.A., respetivamente.

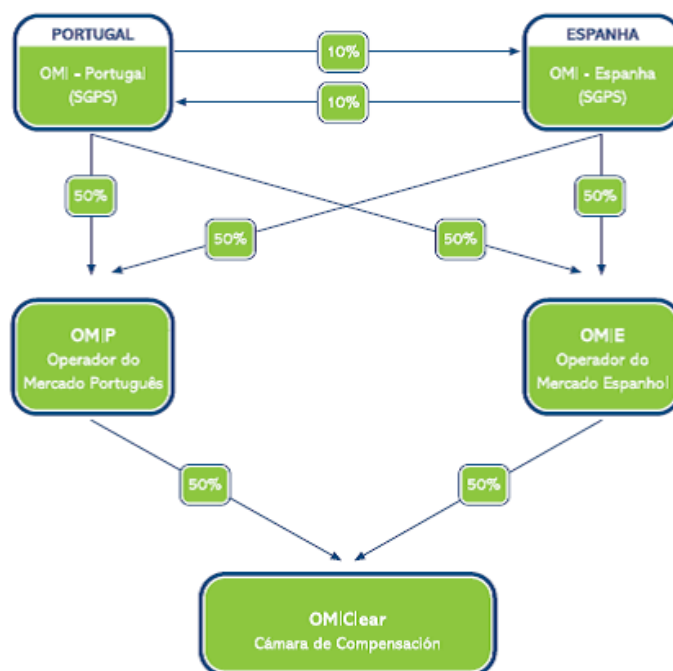
Face ao exposto, as entidades holding detêm participações cruzadas de 50% nas entidades gestoras de mercados. Deste modo, no pólo português a entidade responsável pelo controlo e negociação do mercado a prazo da energia, é representado pelo OMIP – SGMR, S.A. (OMIP); sendo, no pólo espanhol, o OMIE a entidade responsável pelo mercado à vista/*spot*.¹⁰⁸

O OMIP e o OMIE são detentores da totalidade do capital social (cada entidade gestora detém 50%) da Sociedade de Compensação de Energia, S.A. - a OMIClear.

Neste contexto, a OMIClear – C.C, SA presta serviços ao mercado gerido pelo OMIP enquanto contraparte central e entidade gestora do sistema de liquidação.

¹⁰⁸ Artigo 4º do Acordo de Santiago de Compostela .

Figura 1 – Organograma do Operador do Mercado Ibérico



Fonte: Relatório de gestão e contas 2013 do OMIP

No que respeita à supervisão, o mercado a prazo organizado de derivados do OMIP, na qualidade de mercado regulamentado na aceção da DMIF, é alvo de supervisão pela CMVM e pela CNMV, autoridades de supervisão dos mercados de capitais, e pela ERSE e CNMC, enquanto autoridades reguladoras do setor da energia elétrica, respetivamente em Portugal e em Espanha.

A supervisão é assegurada pelas entidades de forma coordenada e harmonizada mediante a celebração de memorandos de entendimento. Ainda nessa perspetiva, as autoridades *supra* referidas estão representadas no Conselho de Reguladores, o qual tem a função de acompanhar a aplicação e o desenvolvimento do MIBEL, dar parecer prévio, obrigatório e vinculativo à aplicação de sanções por infrações muito graves, emitir pareceres coordenados sobre propostas de regulamentação do funcionamento do MIBEL ou da sua modificação e sobre os regulamentos propostos pelas sociedades gestoras que se constituam e acompanhar os mecanismos de contratação de energia no âmbito ibérico por parte dos comercializadores de último recurso entre outras acordadas entre as partes¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Vide, Artigo único, número 8, do Acordo de Braga.

Considerando os já referidos princípios basilares de funcionamento e regulação deste mercado, os governos de Portugal e Espanha ficam também obrigados a agir de acordo com o princípio da solidariedade em caso de emergência quando esteja em causa a garantia de abastecimento energético, não obstante poderem adotar outras medidas que considerem ser adequadas para tal fim.

3. O MERCADO A PRAZO DO MIBEL

No cerne da presente trabalho está o mercado a prazo organizado do MIBEL, operado pelo pólo português OMIP, no qual se transacionam e negociam instrumentos financeiros derivados cujo ativo subjacente é a energia elétrica, nomeadamente futuros e opções sobre eletricidade com liquidação financeira e/ou física.¹¹⁰

No contexto português, dos Acordos firmados pelos Estados Português e Espanhol, resultaram numa série de diplomas legislativos concretizadores daqueles.

Nesta esteira, assume especial importância o Decreto-Lei nº 185/2003, de 20 de agosto, o qual consagrou que o exercício da atividade de comercialização de energia elétrica consiste na contratação de energia elétrica através da aquisição, venda ou revenda de energia elétrica para fornecimento aos clientes, o que se processa através da contratação de energia elétrica realizada em dois tipos de mercados, o mercado de contratação bilateral (OTC) e o mercado organizado.

Resulta do exposto que o mercado MIBEL é composto por duas vertentes de negociação, i.e., em OTC e em mercado regulamentado.

A operacionalização do mercado a prazo do OMIP data de 3 de Julho de 2006, sendo a data considerada um marco na concretização do mercado ibérico de energia elétrica.

Conforme referido anteriormente, o mercado a prazo do MIBEL é um mercado organizado e regulamentado, gerido pelo OMIP conforme autorização conferida pela Portaria nº945/2004, de 28 de julho.¹¹¹

O OMIP, enquanto entidade gestora do mercado regulamentado, constituído a 16 de Junho de 2003, é responsável pela gestão da bolsa de derivados do MIBEL, assumindo como seus objetivos o desenvolvimento e a gestão eficiente do mercado de derivados; a

¹¹⁰ Vide, artigo 2º da Portaria nº945/2004 de 28 de julho.

¹¹¹ A sua atividade encontra-se ainda regulada pelo Decreto-Lei nº 357-C/2007 de 31 de outubro, alterado pelo Decreto-Lei nº 52/2010 de 26 de maio, pela Portaria nº 927/2004 de 27 de julho e pelos Regulamentos da CMVM N°3/2007 e nº 4/2007.

promoção de preços de referência ibéricos sendo que estes são indicadores fundamentais para o desenvolvimento de toda a atividade económica em torno da energia; a disponibilização de instrumentos eficientes na gestão de risco de acordo com a procura, necessidade e interesses dos membros do mercado¹¹²; e, por fim, a implementação de medidas com o intuito de superar limitações do mercado OTC e por conseguinte promover a liquidez do mercado a prazo.

Adicionalmente, enquanto entidade gestora da plataforma organizada de negociação do mercado de prazo do MIBEL, compete-lhe ainda a admissão, suspensão ou exclusão dos participantes, a supervisão em coordenação com as autoridades do funcionamento do mercado, a prestação de informação relevante aos participantes e público em geral, a definição dos tipos de contratos admitidos à negociação e elegíveis para o mesmo fim e a gestão da negociação dos contratos.¹¹³

Para o regular funcionamento do mercado, dispõe o artigo 4º da Portaria 945/2004 de 28 de julho, que são admitidos como membros do mercado “as entidades referidas no número 2 do artigo 206º do Código dos Valores Mobiliários¹¹⁴, sendo que estas apenas podem atuar por conta alheia nas operações que prevejam entrega do ativo subjacente; as entidades referidas no artigo 4º do Decreto-Lei nº 185/2003, de 20 de agosto,¹¹⁵ desde que atuem por conta própria; as entidades que sejam qualificadas como clientes não vinculados do setor da eletricidade, nos termos do Decreto-Lei nº 185/2003, de 20 de agosto, desde que atuem por conta própria e as entidades legalmente estabelecidas noutros Estados da União Europeia e reconhecidas naqueles Estados como possuindo legalmente o direito de comprar ou vender energia elétrica para satisfação de necessidades próprias ou de terceiros”.

Face ao exposto, e conforme legitimado pelo artigo 209.º do CVM e pelo Reg. da CMVM n.º 4/2007, cumpre ao OMIP a aprovação das regras tendentes ao bom funcionamento do mercado, nomeadamente as regras relativas à admissão de membros.

¹¹² Relembro que a cobertura de riscos associados à variação de preço é a principal funcionalidade de qualquer mercado de derivados.

¹¹³ Artigo 3º do Reg. de Negociação do OMIP.

¹¹⁴ Artigo 206º, número 2 do CVM: “Podem ser admitidos como membros intermediários financeiros e outras pessoas que:

- a) Sejam idóneas e profissionalmente aptas;
- b) Tenham um nível suficiente de capacidade e competência de negociação;
- c) Tenham, quando aplicável, mecanismos organizativos adequados; e
- d) Tenham recursos suficientes para as funções a exercer. “

¹¹⁵ Os Agentes do Sistema Elétrico Nacional que realizem as suas atividades em regime de mercado: os produtores em regime ordinário; os comercializadores e os agentes externos.

Um dos requisitos de participação enquanto membro negociador no mercado é a capacidade de compensação, i.e., os participantes deverão ser eles mesmos membros compensadores da OMIClear ou celebrar um acordo com um agente de compensação que assegure a compensação e a liquidação das operações.

Neste contexto, em termos funcionais, e com vista a assegurar o regular funcionamento do mercado a prazo do MIBEL, o OMIP recorre aos serviços da OMIClear enquanto contraparte central e como entidade gestora do sistema de liquidação.

Ora, a ligação do mercado a prazo à OMIClear visa assegurar a liquidez do mercado e a eliminação do risco de contraparte ou de crédito decorrente da negociação em mercado. Por outro lado, a interposição de contraparte central decorre de uma exigência do ordenamento jurídico interno, uma vez que nos termos do disposto no artigo 258º, número 4 do CVM, a realização de operações em mercado regulamentado sobre opções, futuros e quaisquer outros contratos derivados sobre mercadorias, como é o caso da energia elétrica,¹¹⁶ exige a compensação por interposição de contraparte central.¹¹⁷

Nos termos do disposto na Portaria nº 927/2004, de 27 de julho, a OMIClear é autorizada “a atuar como câmara de compensação de operações a prazo, nomeadamente futuros e opções, que tenham por ativo subjacente eletricidade, produtos de base energética ou outros ativos equivalentes, de natureza real ou nocional, índices de eletricidade, de produtos de base energética ou de outros ativos equivalentes, quer tenham uma liquidação por entrega quer meramente financeira, e, bem assim, a assumir a posição de contraparte central em tais operações, realizadas em mercado, regulamentado ou não regulamentado, nacional ou estrangeiro, ou fora de mercado”.

Na qualidade de contraparte central autorizada nos termos do EMIR, a OMIClear atua como contraparte central, assegurando também a liquidação das operações por si compensadas.

Conforme prescrito nos artigos 264º e 265º do CVM e Reg. da CMVM N°5/2007, a OMIClear rege-se por regras de funcionamento próprias. Neste sentido, de acordo com o Reg. de Compensação da OMIClear,¹¹⁸ esta é responsável pela admissão, suspensão ou exclusão dos membros compensadores e dos agentes de liquidação; pelo registo de

¹¹⁶ Cfr. Artigo 2º, ponto 1 da DMIF.

¹¹⁷ Vide, ponto 6 do presente relatório

¹¹⁸ www.omiclear.pt/LinkClick.aspx?fileticket=IJ47bw2rc9M%3d&tabid=170&mid=831&language=pt-PT

posições; pela definição da fórmula de cálculo; por calcular, exigir e liberar as garantias devidas pelo registo das posições; pela compensação; pela gestão de risco e de garantias, e ainda pela determinação das margens exigíveis e liquidação financeira das operações. Adicionalmente, a contraparte central tem ainda como deveres assegurar o regular funcionamento da plataforma de compensação; supervisionar a conduta dos seus membros, bem como prestar informações às entidades de supervisão.

3.1 ESTRUTURA FUNCIONAL E RESPECTIVOS MEMBROS DO MERCADO A PRAZO DO MIBEL

Nos termos do disposto no artigo 209º do CVM, o OMIP, enquanto entidade gestora de mercado regulamentado, estabelece internamente as normas de regulação aplicáveis ao funcionamento e à organização de todo o mercado a prazo do MIBEL em Portugal, nomeadamente através do seu Reg. da Negociação.¹¹⁹

Conforme previsto no referido regulamento, o mercado a prazo funciona diariamente das 8h as 18h30¹²⁰ (hora oficial espanhola), repartindo-se pelas diversas fases de negociação.¹²¹

Deste modo, a fase da pré-negociação decorre das 8h as 9h, seguida da fase negociação por leilão e da negociação em contínuo que ocorrem entre as 9h as 16h30, encerrando com a sessão de pré-fecho das 16h30 às 18h30.

3.1.1. A NEGOCIAÇÃO

Estão disponíveis à negociação no mercado a prazo do OMIP contratos Futuros, contratos de Opções, contratos *Forwards* e de *Swaps* sobre energia elétrica portuguesa e

¹¹⁹ <http://www.omip.pt>

¹²⁰ A calendarização e os horários do mercado são fixados no aviso 5/2007 e disponibilizados no *site* por força do artigo 35º do Reg. de negociação do OMIP.

¹²¹ No que respeita às sessões de negociação, o artigo 39º do referido regulamento estabelece que cada sessão de negociação é composta “por um conjunto de fases consecutivas, correspondendo a diferentes funcionalidades disponibilizadas aos Membros Negociadores e aos Intermediários de operações Bilaterais, que pode incluir parte ou a totalidade das seguintes fases:

a) **Abertura:** início do período de atividade de um dia de negociação, durante o qual os participantes acima referidos podem interagir com a plataforma de negociação;
b) **Fase de Pré-Negociação:** período prévio à fase de negociação, durante o qual os participantes acima referidos podem criar, modificar e eliminar ofertas no livro de ofertas local, e eliminar ofertas no livro de ofertas central, bem como efetuar outras operações definidas em Circular,
c) **Fase de Negociação:** período ativo da sessão de negociação, durante o qual é permitida a realização de operações, em contínuo ou por leilão, podendo os Participantes acima referidos aceder a todas as funcionalidades de consulta, de introdução, modificação e cancelamento de Ofertas, bem como efetuar outras operações definidas em Circular.”

espanhola (também designados PTEL e SPEL) e *Financial Transmission Rights*¹²² (FTR).

Como em qualquer mercado, a negociação dos contratos listados é intermediada por um membro do mercado – membro negociador¹²³ com capacidade para atuar por conta de terceiros, o qual estará habilitado a inserir ofertas no livro de ofertas central¹²⁴ durante a sessão de negociação.

A admissão a membro negociador está sujeita a deveres e obrigações nos termos dos artigos 16º, 18º e 19º do Reg. de negociação do OMIP. Assim, por força do estipulado no artigo 22º do referido Reg., uma entidade que seja admitida como membro negociador tem direito a: (i) realizar operações sobre os contratos admitidos à negociação acedendo diretamente à Plataforma de negociação, (ii) a receber informação relativa ao mercado, bem como às operações que realiza e ainda a reclamar das decisões do OMIP relativamente às medidas e aos procedimentos adotados, no prazo de cinco dias de negociação a contar da data em que o reclamante teve conhecimento do facto que motiva a reclamação.

A contrapor os direitos, os membros negociadores têm o dever de satisfazer todos os requisitos e obrigações impostas pelo OMIP, nomeadamente (i) notificar o OMIP de imediato sempre que considerem haver alguma circunstância suscetível de afetar o cumprimento dos requisitos de admissão e as obrigações, (ii) assegurar a disponibilidade de um responsável de negociação durante a sessão¹²⁵, (iii) autorizar o OMIP a levar a cabo auditorias, (iv) prevenir conflitos de interesses quando realizem operações por conta de clientes, (v) informar os seus clientes sobre as regras de negociação bem como pagar as comissões fixadas, entre outros.

No respeito dos deveres o membro negociador dá início à sua atuação como membro mediante a abertura de um dos seguintes tipos de contas: (i) as contas próprias (onde são inscritas as operações realizadas por conta própria) e/ou (ii) contas de clientes (onde

¹²² Cfr. Ponto 4 do Capítulo III do presente relatório. Os FTR não serão alvo de estudo detalhado na medida em que a sua negociação apenas ocorre nos leilões organizados pelo OMIP.

¹²³ Cfr. artigo 12º, número 1 do reg. de negociação do OMIP, “são participantes que atuam de forma direta no mercado, podendo intervir, por conta própria, introduzindo ofertas exclusivamente para si ou para entidades que com eles estejam numa relação de domínio ou de grupo; por conta de terceiros introduzindo ofertas exclusivamente por conta de cliente e por conta própria e de terceiros, introduzindo ofertas, quer por conta própria quer por conta de clientes”.

¹²⁴ A oferta deve sempre especificar a natureza da operação, o tipo de oferta, o contrato, as condições de preço, a quantidade expressa em número inteiro de contratos, o prazo de validade e a identificação da conta de negociação associada conforme número 2 do artigo 41º.

¹²⁵ Vide, Artigo 29º e 30º do Reg. de negociação do OMIP

inscreve as operações realizadas por conta de terceiros). As contas de clientes distinguem-se consoante sejam contas de posição¹²⁶ ou transitórias,¹²⁷ e ainda consoante a natureza da liquidação das operações, i.e., liquidação financeira ou física, com vista a registar corretamente as operações nas contas correspondentes conforme previsto no artigo 41º do Reg.

Os contratos admitidos à negociação no mercado a prazo do MIBEL são transacionados segundo a modalidade de negociação em contínuo “onde as ofertas de compra e de venda, suscetíveis de interferirem entre si, imediata e individualizadamente, geram operações, dando origem a um número indeterminado de preços em cada sessão de negociação¹²⁸”, podendo, quando definido pelo OMIP, ser executados leilões durante a fase de negociação.

Quando a negociação ocorre de modo contínuo são admitidas ofertas limitadas¹²⁹ sujeitas às condições de “executa e integra” com prazo de validade, “executa e cancela” ou ainda “executa ou cancela,” em qualquer dos casos obedecendo a dois princípios: (i) prioridade-preço, segundo o qual, na compra ou na venda, as operações são efetuadas tendo por base o preço mais favorável¹³⁰; e (ii) princípio prioridade-tempo, segundo o qual as ofertas ao melhor preço são cronologicamente executadas de acordo com a hora atribuída pela plataforma de negociação, nos termos do artigo 51º do Reg.

Diferentemente, na negociação por leilão, as ofertas ao preço definido pelas entidades participantes no leilão originam um único preço de equilíbrio. Este sistema de negociação compreende diversas fases. Numa primeira ocorre a *chamada*, período durante o qual podem ser introduzidas, modificadas ou canceladas as ofertas e onde é determinado provisoriamente um preço de equilíbrio. De seguida, fixa-se o *preço de equilíbrio de leilão*, terminando-se com a fase de *execução* que corresponde ao período de execução das operações implícitas na determinação do preço de equilíbrio e da sua

¹²⁶ Destinam-se à negociação e inscrição de operações de clientes realizadas pelos membros negociadores, não existindo uma relação contratual direta entre o cliente e um membro compensador)

¹²⁷ Destinadas à negociação e inscrição de operações nas quais o membro de negociação se limita a proceder à execução de ordens dos clientes, existindo uma relação contratual direta entre o cliente e o membro compensador)

¹²⁸ Cfr. Artigo 49º do Reg.de negociação do OMIP, esta forma de negociação corresponde ao período durante o qual o OMIP aceita a introdução de ofertas de compra e de venda no mercado.

¹²⁹ A plataforma de negociação admite ofertas limitadas que apenas podem ser executadas ao limite de preço nelas especificado ou a melhor preço, sendo que depois divergem de acordo com as suas condições de execução conforme explicita o artigo 40º do Reg. de Negociação do OMIP.

¹³⁰ De acordo com este princípio, uma oferta de compra ao preço mais elevado e uma oferta de venda ao preço mais reduzido têm prioridade relativamente às demais ofertas.

divulgação. Nesta última fase são admitidas ofertas limitadas, sujeitas à condição de “executa e integra” ou as ofertas de diferença de preços¹³¹.

Face ao exposto, a execução da operação depende de comunicação obrigatória das operações à plataforma de compensação, por força do disposto no artigo 57º do Reg.de Negociação.

3.1.2. A COMPENSAÇÃO¹³² DAS OPERAÇÕES NEGOCIADAS

Conforme *supra* referido, a obrigação de compensação com interposição de contraparte central (CCP) decorre do artigo 258.º, número 4 do CVM.

A interposição da CCP ocorre no momento do registo das transações através do processo de novação, que tal como ANTUNES VARELA determina, “consiste na convenção pela qual as partes extinguem uma obrigação, mediante a criação de uma nova obrigação em lugar dela (...) sendo essencial em qualquer dos casos que os interessados queiram realmente extinguir a obrigação primitiva por meio da contratação de uma obrigação¹³³”. Em resultado da novação a CCP torna-se contraparte do membro compensador assumindo os direitos e obrigações resultantes da transação registada, sendo que o registo da transação na CCP assinala-se como aceitação por parte desta da novação.¹³⁴

Tendo em conta o supramencionado a compensação das operações realizadas no mercado a prazo do MIBEL é assegurada através dos membros compensadores da OMIClear, cuja admissão depende da observância dos requisitos previstos no artigo 15º e 17º do Reg. de Compensação da OMIClear.

Na condição de membro compensador cumpre-lhes o registo das posições junto da OMIClear, a constituição de garantias e a liquidação de posições. Estes membros distinguem-se entre membros compensadores gerais (desempenham as funções quer por

¹³¹ A execução das ofertas em leilão ocorre nos termos do artigo 54º do Reg. da negociação do OMIP

¹³² O conceito aqui adjacente é o de *clearing* tal como previsto no EMIR. O artigo 2º, número 3 define a compensação como o “processo de apuramento de posições, incluindo o cálculo das obrigações líquidas, e de garantia da disponibilidade dos instrumentos financeiros, numerário ou ambos que assegurem o cumprimento das exposições decorrentes dessas posições”

¹³³ Cfr. ANTUNES VARELA, “Das obrigações...”

¹³⁴ Cfr. AMADEU FERREIRA, a “ novação ocorre não em relação a eventuais saldos resultantes da compensação entre as posições do clearing member, mas sim numa base integral, de acordo com as transações originais.”

conta própria ou por conta de clientes com quem tenham celebrado um acordo de compensação) ou diretos (membros que apenas atuam por conta própria) ¹³⁵

À semelhança do que acontece no OMIP, para proceder ao registo de posições o membro compensador pode abrir uma de duas contas: (i) conta própria ou/e (ii) contas de clientes.

Através do registo junto da OMIClear, da abertura de contas e do registo das posições, o membro compensador tem a obrigação de constituir as garantias exigidas pela OMIClear a título de garantia adicional, de contribuição para o Fundo de Compensação e relativas às Margens obrigatórias ¹³⁶.

Nestes termos, importa esclarecer que a Garantia Adicional, de acordo com o artigo 45º do Reg. de Compensação da OMIClear “consiste numa garantia constituída pelo membro compensador, por forma a preencher os requisitos de capitais próprios e/ou de notação de Rating...” e pode apenas ser utilizada pela OMIClear para suprimimento de um incumprimento do membro compensador que a constitui. Por sua vez, o Fundo de Compensação consiste no “conjunto de valores ou de garantias destinado a responder pelo incumprimento de um membro compensador que não possa ser suprido através das respetivas Margens. É constituído pelo conjunto das contribuições prestadas pelos Membros Compensadores para esse fim, bem como por uma parcela das penalidades e das sanções pecuniárias aplicadas pela OMIClear e pelo OMIP” ¹³⁷. Por fim, as margens constituídas visam cobrir o risco da OMIClear face à possibilidade de incumprimento das responsabilidades que advém quando um investidor detém uma posição aberta, existindo aliás uma certa diversidade, na medida em que podemos ter margem inicial, margem de variação, margem de liquidação e margem extraordinária ¹³⁸.

¹³⁵ Cfr. Artigos 17º e 18º do Regulamento da OMIClear, disponível em <http://www.omiclear.pt/LinkClick.aspx?fileticket=IJ47bw2rc9M%3d&tabid=170&mid=831&language=p-t-PT>

¹³⁶ Artigo 44º do Reg. da Compensação da OMIClear

¹³⁷ Artigo 2º, número 33 e artigo 46º do Reg. da Compensação da OMIClear

¹³⁸ Margem Inicial - Margem exigida desde o momento de abertura de uma posição, para cobertura do risco a ela associado, até à respetiva liquidação.

Margem de Variação - Margem exigida durante o período de entrega dos contratos, para cobertura do risco associado aos ganhos e perdas diários nas posições abertas, em virtude das flutuações dos preços de referência de compensação.

Margem de Liquidação - Margem exigida para cobrir o risco de crédito relativamente a valores devidos e ainda não faturados na plataforma de compensação

Margem Extraordinária - Margem exigida a um membro compensador, relativamente a todas ou a algumas das posições em aberto, sempre que razões de prudência o aconselhem, designadamente, situações de flutuação excessiva de preços, de incumprimento de alguma disposição das Regras da Compensação ou de excessiva concentração de posições abertas.

Em relação às garantias é ainda calculado, por cada membro compensador, a cada momento, o limite operacional diário que determina o aumento admissível de exposição ao risco de mercado durante cada sessão de negociação.

Como última função, os membros compensadores são responsáveis por liquidar as posições, sendo neste sentido que a OMIClear define os procedimentos respeitantes às formas de determinação do preço de referência de compensação¹³⁹, de negociação¹⁴⁰ e *spot*¹⁴¹ e dos procedimentos a adotar para a liquidação física e financeira das posições.

No decorrer da negociação dos contratos, quando esteja em causa a transação de um contrato de futuros, é ainda calculado o ajuste diário de ganhos e perdas (*market-to-market*), de acordo com a diferença do preço de referência de negociação em causa e o preço de referência de negociação do contrato na sessão de negociação anterior. Já durante o período de negociação, em relação aos contratos futuros, *forwards* e *swaps*, é calculado o valor de liquidação na entrega.

Por fim, terminado o período de negociação ocorre, à data de vencimento do contrato, a liquidação do mesmo, podendo esta ser física ou financeira. Quando a liquidação seja física a energia correspondente é enviada para liquidação no mercado diário gerido pelo OMIE e, há ainda lugar a liquidação financeira da diferença entre o preço de referência *spot* e o do último dia de negociação aplicável a cada uma das horas do período de entrega do contrato, processo esse que sucede também quando ocorre a liquidação meramente financeira.

3.1.3. A LIQUIDAÇÃO DOS CONTRATOS

O processo da liquidação das operações é da responsabilidade dos Agentes de Liquidação, cujas regras vêm descritas nos artigos 33º a 39º do Reg. da Compensação

¹³⁹ Cfr. Artigo 51 “O preço de referência de compensação é utilizado exclusivamente para o cômputo das Margens, sendo determinado diariamente pela OMIClear de acordo com metodologia definida em Circular.

¹⁴⁰ Cfr. Artigo 52º “O preço de referência de negociação é o preço definido diariamente pelo OMIP, conforme metodologia definida no Regulamento da Negociação, para cada contrato negociado no mercado ou levado a registo junto da OMIClear, sendo usado como referência, nomeadamente, para o cálculo dos limites máximos de variação de preços, bem como do ajuste diário de ganhos e perdas (*mark-to-market*)”

¹⁴¹ Artigo 53º “O preço de referência Spot é definido nas CCG de cada contrato, sendo utilizado no cálculo de ganhos e perdas relativos a posições no período de entrega.

da OMIClear. Estes agentes podem assumir duas categorias, na medida em que podem ser agentes de liquidação financeira¹⁴² ou agentes de liquidação física¹⁴³.

Para o cumprimento das suas funções, os agentes de liquidação recebem toda a informação relativa à atividade desenvolvida pela OMIClear, enquanto CCP e relativa às posições por si registadas. Adicionalmente, estes agentes têm o direito de reclamar das decisões da OMIClear relativamente às medidas ou procedimentos adotados.

No que concerne aos deveres, conforme disposto no número 2, alíneas a) a e) do artigo 21º do Reg.de Compensação da OMIClear, os agentes de liquidação estão obrigados à observância, de modo continuado, dos requisitos de admissão gerais e específicos previstos para os membros compensadores, bem como assegurar a disponibilidade de um responsável de compensação e liquidação, entre outros.

4. INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS ADMITIDOS À NEGOCIAÇÃO NO MERCADO A PRAZO REGULAMENTADO DO MIBEL

No mercado a prazo do OMIP são disponibilizados contratos de Futuros, Opções e *FTRs*, mas são também admitidos a registo junto do OMIP contratos *Forwards* e *Swaps*, desde que cumpram os requisitos impostos pelo OMIP¹⁴⁴.

Considerando a diversidade de produtos disponibilizados, cumpre clarificar que enquanto os contratos de Futuros, independentemente da sua forma de liquidação são admitidos à negociação em mercado, sendo por isso passíveis de registo na plataforma para efeitos de compensação, no que respeita aos contratos de *Forwards* e *Swaps*, apenas são passíveis de registo na plataforma de compensação os contratos *Forward SPEL* Base com entrega meramente física e os contratos *Swap SPEL* Base com entrega meramente financeira.

Os contratos admitidos à negociação no mercado a prazo do MIBEL são governados por Cláusulas Contratuais Gerais (CCG), em Circulares e em Avisos disponibilizados publicamente pelo OMIP¹⁴⁵. Conforme disposto no artigo 37º, número 2, do Reg. de Negociação do OMIP, as CCG especificam o ativo subjacente ao contrato, o valor

¹⁴² Entidade que participa nos Sistemas de Liquidação, tendo como função assegurar a liquidação financeira das posições e a constituição de garantias dos membros compensadores com os quais tenha celebrado um Acordo de Liquidação Financeira, de acordo com as disposições relevantes das regras da compensação.”

¹⁴³ São entidades que têm como função assegurar a liquidação física das operações inscritas nas contas de negociação física dos titulares com os quais tenha celebrado um Acordo de Liquidação Física, de acordo com as disposições relevantes das Regras da Compensação.

¹⁴⁴ Artigo 36º do Reg.de Negociação do OMIP.

¹⁴⁵ www.omip.pt

nominal¹⁴⁶, a forma de cotação¹⁴⁷, o *tick* e o valor do *tick*, o tipo, estilo e classe das opções, a definição do preço de exercício e o modo e pagamento do prémio, o modo de negociação, o modo de cálculo do preço referência de negociação, o período de negociação, o modo de compensação e liquidação diária, a forma de determinação de margens e, por fim, o modo de liquidação no vencimento.

O OMIP, enquanto responsável pela elaboração das referidas CCG, tem a obrigação de as comunicar previamente à CMVM e complementar essa comunicação com a inclusão de uma ficha técnica que sucintamente descreva as características de cada contrato, as informações e os estudos necessários com vista a um entendimento pleno da proposta,¹⁴⁸ com vista à sua aprovação junto da autoridade de supervisão.

4.1. OS CONTRATOS DE FUTUROS TRANSACIONADOS NO MIBEL

4.1.1. CARACTERIZAÇÃO

Os futuros enquanto instrumentos financeiros derivados reconduzem-se a um acordo padronizado, negociável em mercado regulamentado, de compra e venda de um ativo¹⁴⁹, em quantidade e qualidade padronizadas, num local e data futura pré-estabelecida pelas partes (data de vencimento do contrato)¹⁵⁰, a preço fixado no presente¹⁵¹. Tal implica, conforme sustenta ANTUNES ENGRÁCIA que os contratos futuros constituam “fundamentalmente um mecanismo jurídico financeiro de cobertura ou redução da exposição ao risco, ao conferir às empresas o direito de comprar ou vender no mercado a prazo um determinado ativo, por preço antecipadamente conhecido”.

Na verdade, o futuro é um instrumento financeiro derivado que permite ao investidor usufruir das evoluções positivas e negativas de um ativo subjacente com determinado grau de alavancagem.

¹⁴⁶O valor nominal está associado à modalidade temporal do contrato negociado, na medida em que o cálculo do valor nominal é “= 1 MW x 24 horas x número de dias relacionado com cada contrato (semana = 7 dias, mensal = 28, 29, 30 ou 31 dias); trimestral=90,91 ou 92; e anual =365 ou 366)”

¹⁴⁷ “A forma de cotação é €/MWh e cada contrato envolve o fornecimento/receção nocional de energia elétrica a uma potência constante de 1MW durante as horas do período de entrega.”

¹⁴⁸ Cfr. Artigo 17º Reg. CMVM nº 3/2007.

¹⁴⁹ Da celebração deste contrato, para o seu titular resulta ou a obrigação de adquirir ou de alienar direitos relativos a valores mobiliários ou a obrigação de pagar ou o direito a receber a diferença pecuniária.

¹⁵⁰ Destacam-se por serem instrumentos de contratação a prazo, na medida em que existe um intervalo de tempo entre o momento da celebração e a data da respetiva execução ou vencimento. Revela-se então aqui a essencialidade do tempo na conformação das obrigações a que as partes se irão vincular.

¹⁵¹Cfr. MIGUEL CUNHA, “Os futuros...”, p.78,” tendo em atenção a volatilidade dos preços do contrato e do respetivo ativo subjacente, para além do modelo operacional de funcionamento dos mercados onde são negociados, as partes não toleram a possibilidade de as prestações serem realizadas em momento ulterior à data de vencimento convencionada.”

O facto de a standardização destes contratos se assumir como elemento essencial, justifica a sujeição dos mesmos a um complexo normativo próprio, orientado, eficiente potenciador da transparência e apto a garantir a tutela da segurança do mercado e as garantias mínimas de acesso igualitário à informação pelos investidores não qualificados,¹⁵² bem como a obrigatoriedade dos mesmos serem negociados no seio do mercado.¹⁵³

Todas estas características dotam os contratos de **negociabilidade**,¹⁵⁴ cumprindo aqui referir que o processo de negociação passa necessariamente pela celebração de uma nova transação, que resulta no assumir de uma posição económica em sentido contrário, que produza o efeito de anular a sua posição inicial no contrato, antes da data de vencimento.

Como é que isso se processa?

O investidor tem de realizar a operação de reversão, ou seja, no caso de ele deter uma posição compradora no mercado, tem de vender em mercado um contrato com as mesmas características do contrato que detém como comprador; por sua vez, o vendedor tem de comprar um contrato com as mesmas características com o seu de forma a anular a sua posição através desta operação de *off-set*¹⁵⁵.

Pelas características particulares destes instrumentos, e pelo facto de não haver uma desvinculação total ou passagem de titularidade dos direitos e obrigações, na data de vencimento se algum dos iniciais contraentes não tiver anulado as suas posições terá de assumir as obrigações inerentes ao contrato.

Um agente económico ao transacionar este produto financeiro está na realidade a transacionar direitos sobre o ativo subjacente sobre o qual foi estabelecido o acordo de compra e venda.¹⁵⁶

¹⁵² A intervenção de um membro do mercado é obrigatória quando o investidor pretenda executar uma oferta sobre este produto, na medida em que apenas o membro negociador poderá introduzir a oferta no sistema de negociação.

¹⁵³ Cfr, ALFONSO DE CONTRERAS,VILCHES, “*El contrato de futuros financieros es un contrato caracterizado de modo esencial por el hecho de celebrarse exclusivamente un Mercado altamente organizado y sometido a específicas normas de funcionamiento.*”

¹⁵⁴ Cfr. Associação da Bolsa de Valores do Porto, “Funcionamento...”p. 31

¹⁵⁵ Este é um fator de grande atração para os especuladores visto que lhes confere uma enorme liquidez.

¹⁵⁶ Vide, artigo 2º CVM e Anexo I a respeito dos ativos subjacentes admitidos à negociação.

4.1.2. Cláusulas Contratuais Gerais: objeto

Os contratos de futuros admitidos à negociação no mercado regulamentado a prazo do MIBEL, têm como ativo subjacente o fornecimento/receção¹⁵⁷ de energia elétrica a uma potência constante de 1MWh durante todas as horas do período de entrega, sendo que durante este período o ativo valoriza-se diariamente, com base no preço referência *spot*.¹⁵⁸

Tendo em conta o ativo subjacente, bem como o facto deste mercado ser um mercado ibérico, os contratos futuros disponibilizados pelo OMIP, subdividem-se consoante se pretenda negociar futuros cujo preço de referência é o preço de eletricidade em Espanha (SPEL) ou em Portugal (PTEL) e consoante a liquidação seja física e/ou financeira.

Assim, de acordo com o referido são admitidos seis tipos de contratos: os FT Futuros MIBEL PTEL Base Financeiros, os FT Futuros MIBEL PTEL Base Físicos, os FT Futuros MIBEL SPEL Base Financeiros, os FT Futuros MIBEL SPEL Base Físicos, os FT Futuros MIBEL SPEL Ponta Financeiros e os FT Futuros MIBEL SPEL Ponta Físicos.

Esta categorização permite-nos distinguir os contratos de acordo com a sua forma de liquidação (física¹⁵⁹ ou financeira) e consoante a sua carga, na medida em que nos contratos carga base o período de entrega corresponde a 24 horas, ao contrário das 12h que caracterizam os de carga ponta.

Por outro lado, as CCG ao definirem o conteúdo dos referidos contratos, têm ainda em conta as especificidades adjacentes aos ciclos de vencimento de cada categoria de contratos. Refira-se que estes ciclos de vencimentos são designados pelo OMIP e na gíria da CMVM como “maturidades dos contratos.”¹⁶⁰

¹⁵⁷ No caso dos contratos base financeiros o fornecimento/receção da energia elétrica a que corresponde o ativo subjacente é nocional.

¹⁵⁸ Este preço, utilizado para efeitos de liquidação financeira, corresponde ao valor monetário do índice SPEL (1€/ponto de índice), o qual é equivalente à média aritmética dos preços horários formados no mercado diário gerido em Espanha. Por sua vez, os contratos que prevejam liquidação física, conforme dispõe a “Descrição do Funcionamento do MIBEL”, implicam o fornecimento/receção de energia elétrica a uma potência constante de 1MW durante todas as horas do período de entrega.

¹⁵⁹ Quando estejamos perante um contrato de base física a entrega do ativo subjacente é realizada no mercado diário gerido pelo OMIE.

¹⁶⁰ De acordo com o glossário da CMVM, “data de maturidade é o dia em que o direito contido num determinado instrumento financeiro se vence (data de vencimento) ou até ao qual pode ser exercido (data de expiração).”

Neste contexto, são disponibilizados contratos futuros semanais, mensais, trimestrais e anuais, sendo que no que respeita aos contratos de liquidação financeira crescem-se os contratos diários e de fim de semana.

Esta categorização tem consequências no que respeita aos períodos de entrega e de negociação dos produtos, consoante poderão analisar no Anexo II. No entanto, no que respeita aos contratos trimestral e anual, é ainda especificado que o seu vencimento ocorre através do fracionamento das posições (*cascading*). Este fracionamento consiste, no caso dos contratos anuais na sua divisão em posições de idêntico valor nos contratos Janeiro, Fevereiro, Março, 2º trimestre, 3º trimestre e 4º trimestre subjacentes. No caso dos contratos trimestrais o *cascading* consiste na divisão em posições de idêntico volume nos três contratos mês mais próximos adjacente¹⁶¹.

Todos estes contratos têm um valor nominal que varia consoante o período de entrega subjacente ao contrato, calculado através multiplicação do número de dias pelo valor nominal diário. Nestes termos, por exemplo, se o valor nominal de um dia corresponde a 24MWh, então, no caso de um contrato semana, multiplica-se os 7 dias pelo valor nominal de 1 dia, resultando num valor nominal de 168MWh.¹⁶²

Por sua vez, todos os contratos são cotados em Euros por MWh, sendo que a flutuação mínima de preços é de um cêntimo de euro por MWh. Este valor é estabelecido em função do valor nominal de cada contrato, logo um dia corrente que corresponde a 24MWh de valor nominal, resulta num valor do *tick* de 0,24€, por sua vez, uma semana corrente corresponde a 1,68€ e assim sucessivamente.

Conforme estipulado pelo OMIP, durante o período de negociação é efetuada a liquidação diária dos ganhos e perdas, sendo este procedimento um traço distintivo deste produto financeiro.¹⁶³ Este procedimento está funcionalmente ligado à constituição de margens¹⁶⁴ e garantias (a permanente e a adicional de compensação) que

¹⁶¹ Tal fracionamento assegura a fungibilidade com as posições já assumidas, ocorrendo apenas após o fim das operações de compensação e liquidação a realizar pela OMIClear.

¹⁶² Cfr. Cláusula 3ª das CCG.

¹⁶³ Este ajuste implica a existência de um preço de referência que serve de base para a determinação do valor do contrato no final de cada sessão de mercado, o que por sua vez determinará o montante das perdas e dos ganhos diários dos agentes detentores de posições compradoras e vendedoras, depois de especulado e difundido diariamente pelo OMIP.

¹⁶⁴ Vide, JOÃO PAULO PEIXOTO, “Funcionamento...” p.72: “As margens são na boa prática, um valor monetário que os investidores são obrigados a depositar, por cada posição que abrem, numa conta própria junto da Câmara de Compensação, e representam um ato de «boa-fé» através do qual os agentes demonstram que estão dispostos a cumprir com as suas obrigações.

surtem como elementos centrais de segurança do mercado, na medida em que possibilitam o estabelecimento de uma margem mais reduzida, que deve ser suficiente para cobrir a possibilidade de perda de um dos dias de variação uma vez que se considera que câmara de compensação não necessita de margem para cobrir as eventuais perdas resultantes de um contrato desde a data de abertura até ao seu vencimento¹⁶⁵.

Complementarmente, na data de vencimento do contrato é iniciada a liquidação – física e/ou financeira. Deste modo, no caso de contratos de liquidação física, as posições em aberto são consideradas definitivas para liquidação durante o período de entrega no final da sessão de negociação anterior à antevéspera do primeiro dia de entrega de cada contrato semanal ou mensal, sendo posteriormente enviadas para o OMIE¹⁶⁶. Por sua vez, para efeitos de liquidação da componente financeira, as posições em aberto são consideradas firmes e definitivas para liquidação durante o período de entrega no final da sessão do último dia de negociação de cada contrato semana ou mês. Conforme referido acima, a OMIClear efetua a liquidação puramente financeira, processando diariamente a liquidação financeira do valor de liquidação na entrega¹⁶⁷.

Por fim, cumpre referir que o explicitado *supra* aplica-se igualmente aos Contratos de Futuros MIBEL de Ponta. Quer isto dizer que as regras enunciadas são aplicáveis na generalidade a estes contratos, com exceção apenas no que respeita aos períodos de entrega dos ativos, na medida em que nestes contratos o período de entrega de energia só ocorre durante um período de 12 horas, no horário das 8h as 20h, não se considerando, nem no caso dos contratos de ponta financeiros, os contratos fim-de-semana.

Deste modo, no que respeita aos períodos de negociação e entrega dependentes dos ciclos de vencimento dos contratos, cumpre destacar que, ao contrário do estabelecido para os contratos de carga base, altera-se o último dia de entrega de domingo para sexta-feira.

¹⁶⁵ A fixação de uma margem que não exceda uma percentagem reduzida do valor do mercado é possível a partir do momento em que o referido ajuste de perdas e ganhos diários leva a que tudo funcione como se ocorresse na verdade uma liquidação parcial do contrato.

¹⁶⁶ As posições remetidas para esta entidade, ficam sujeitas a partir desse momento às regras do respetivo mercado diário.

¹⁶⁷ O Valor de Liquidação na Entrega resulta da diferença entre o PRS e o PRN de cada contrato no último dia de negociação, tendo subjacente o fornecimento/receção nocional de energia elétrica a uma potência constante para o número de horas de cada dia do período de entrega, conforme disposto nas CCG dos diversos Contratos Futuros MIBEL.

Assim, por exemplo, num contrato semanal, ao invés do período de entrega ocorrer cada uma das semanas de calendário, com início às 00h00 do primeiro dia de entrega e termo às 24h do último dia de entrega, aqui ocorre “todas as 12 horas entre as 8h e as 20h, de todos os dias de semana, entre segunda-feira e sexta-feira, de cada semana de calendário, com início às 8h do primeiro dia de entrega (segunda-feira de cada semana) e termo às 20h do último dia de entrega (sexta-feira de cada semana).

4.2. CONTRATOS DE OPÇÕES TRANSACIONADOS NO MIBEL

4.2.1. CARACTERIZAÇÃO

As opções caracterizam-se por serem contratos a prazo através do qual alguém adquire um direito de compra (*call*) ou de venda (*put*) cujo exercício é feito a prazo e de acordo com um determinado preço pré determinado (preço de exercício¹⁶⁸) contra a obrigação de pagamento de um prémio independentemente da opção no final ser ou não exercida¹⁶⁹. A tendência de padronização destes contratos permite a sua negociação em mercado regulamentado.¹⁷⁰

Os elementos caracterizadores deste contrato tornam evidente a diferença entre este instrumento financeiro e o contrato de futuro; de facto, de acordo com ENGRÁCIA ANTUNES e JOÃO PAULO PEIXOTO, as opções são operações condicionais no sentido em que “estando a sua execução dependente de manifestação de vontade do optante, os efeitos correspondentes podem nem sequer chegar a ocorrer”¹⁷¹, i.e., o exercício da opção que subjaz ao contrato¹⁷² constitui em si um direito potestativo que consequentemente coloca o vendedor num estado de sujeição face à vontade do comprador da opção. Este direito de opção é um direito potestativo e assume-se como o “elemento central do

¹⁶⁸ Este preço ou *strike* equivale ao “preço que o comprador paga (nas opções de compra) ou recebe (nas opções de venda) para obter (nas opções de compra) ou para entregar (nas opções de venda) o ativo subjacente ao Contrato de Opções” in CCG Contratos de Opções sobre Futuros SPEL Base Financeiros, disponível em www.omip.pt

¹⁶⁹ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES “as opções são contratos reais *“quoad constitutionem”* uma vez que o pagamento do prémio constitui um requisito da formação do próprio contrato”, in “Os derivados”, p.115, nota rodapé 120.

¹⁷⁰ Cfr. “A facilidade que há em negociá-las num mercado livre e organizado é uma das principais causas do seu atual sucesso e expansão, pois(...) sem a possibilidade de negociação, o vendedor não teria qualquer hipótese de escolha, e o comprador só tinha duas opções (obrigar a outra parte ao cumprimento do contrato ou nada fazer.” A possibilidade de negociação concede uma nova hipótese de atuação as partes.

¹⁷¹ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, p.115.

¹⁷² Habitualmente é pago no momento em que a opção é negociada, não dependendo por isso da realização ou não do direito de opção. Cfr. JOAO PAULO PEIXOTO, o prémio é uma “compensação justa para o vendedor da opção, por se sujeitar à decisão do comprador”

conteúdo contratual.”¹⁷³ O titular deste direito tem a liberdade de decidir se o vai ou não exercer, sendo que findo o prazo de vencimento da opção o direito caduca.

Na verdade, o titular do direito de exercício da opção só exercerá quando, no caso de uma opção de compra (*call option*), o preço de mercado seja superior ao preço do exercício, na medida em que assim já permite a compra do ativo por preço inferior ao mercado; e, no caso da opção de venda, (*put option*) se o preço de mercado for inferior ao preço de exercício.

O ganho resultante da variação dos preços deu alento à gíria financeira nesta área, referindo-se que a opção está “*in-the-money*”, “*out-of-the-money*” ou “*at-the-money*”¹⁷⁴ consoante o “preço de exercício da opção seja pecuniariamente favorável, desfavorável ou indiferente”¹⁷⁵ do que o preço do ativo subjacente para o detentor do direito potestativo.

Por outro lado, podemos ainda classificar as opções de acordo com o período e tempo de exercício da opção. Com base nesse critério, quando o titular do direito potestativo está limitado a exercer o seu direito na data de vencimento do contrato estamos perante uma opção europeia, mas quando o possa fazer ao longo de todo o prazo de vigência do contrato então já estaremos perante uma opção americana¹⁷⁶.

Para além das opções europeias e americanas, nas quais o elemento caracterizador é o momento de exercício da opção, são ainda reconhecidas as opções asiáticas, nas quais o preço (*strike price*) não é definido no contrato, sendo formado pela média de preços de mercado do ativo subjacente num determinado período de tempo.

Por fim, caso o direito de opção seja exercido, este poderá resultar numa liquidação financeira (direito a receber uma diferença entre o preço de exercício e o preço de mercado em data estipulada) ou física (direito a receber um bem corpóreo ou a celebrar um novo contrato), dependendo da forma contratualmente acordada¹⁷⁷.

¹⁷³ Cfr. Engrácia Antunes, “Os derivados”, p.113

¹⁷⁴ A respeito desta distinção vide JOÃO PAULO PEIXOTO, “Futuros ...”

¹⁷⁵ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados,” p.117.

¹⁷⁶ Cfr. Esta distinção de estilo é uma decisão unicamente da entidade gestora tendo em consideração as necessidades do mercado. No entanto, as opções americanas são mais flexíveis e como tal o preço do prémio é à partida superior. Vide Joao Paulo Peixoto “Futuros...” e “Funcionamento...”.

¹⁷⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Derivados”, p.115, chama a atenção para a relevância do ponto de vista da natureza jurídica que esta distinção tem. Este refere que os contratos com liquidação financeira “são contratos definitivos” ao passo que os de liquidação física “funcionam como contratos preparatórios ou preliminares da celebração de outro contrato”

A par do até agora referido, destaca-se como, outro símbolo de distinção deste instrumento derivado em relação aos futuros, a possibilidade de se poderem negociar estes contratos no mercado OTC¹⁷⁸. Neste caso estaríamos diante de contratos individualizados, “destituídos de liquidez, segurança e anonimato, destacando-se ainda “o facto de cada uma das partes contratantes assumir em pleno o risco de incumprimento ou insolvência da respetiva contraparte.”¹⁷⁹

4.2.2. CLÁUSULAS CONTRATUAIS GERAIS

As características dos contratos de opções admitidos à negociação¹⁸⁰ no mercado a prazo do OMIP, encontram-se definidas nas CCG e nas fichas técnicas disponibilizadas publicamente.¹⁸¹

Os contratos de opções disponibilizados são de estilo europeu e o ativo subjacente são Futuros MIBEL SPEL Base com liquidação financeira, com o mesmo período de entrega de referência. Tratando-se de contratos de opções com entrega física, com o exercício da opção será entregue o ativo subjacente, ou seja, os contratos de futuros, assumindo uma posição de compra ou de venda de acordo com o contrato negociado¹⁸². Resulta que são admitidos dois tipos de contratos:

- (a) Opção de compra (*call*) é um contrato em que o comprador, mediante o pagamento do preço designado prémio,¹⁸³ fica com o direito, sem qualquer obrigação, de ver registada uma operação de compra em 1 contrato de futuros (ativo subjacente), em contrapartida de uma operação de venda nesse contrato assumida pelo vendedor da opção, numa data determinada (data de exercício), a um preço definido (preço de exercício ou *strike*¹⁸⁴); e
- (b) Opção de Venda (*put*) é um contrato em que o comprador mediante o pagamento do preço, fica com o direito, sem qualquer obrigação, de ver registada uma operação de venda de 1 contrato de futuros (ativo subjacente) por contrapartida de uma operação

¹⁷⁸ No âmbito do presente trabalho compete-nos apenas caracterizar as opções enquanto instrumento financeiro negociado em mercado regulamentado.

¹⁷⁹ Cfr. Engrácia Antunes, “Os derivados” p.115, nota rodapé 118.

¹⁸⁰ Cfr. Cláusula 15ª das CCG, disponível em www.omip.pt

¹⁸¹ <http://www.omip.pt/Downloads/tabid/104/language/pt-PT/Default.aspx>

¹⁸² Vide cláusula 20ª das CCG, disponível em www.omip.pt

¹⁸³ Cfr. CCG 9º “o Prémio é pago com a realização da operação e “as contas do comprador e do vendedor são, respetivamente, debitada e creditada com valor do Dia de Compensação (D+1) à realização da Operação.

¹⁸⁴ Cfr. Cláusula 8ª das CCG, disponível em www.omip.pt.

de compra nesse contrato assumida pelo vendedor da opção, na data de exercício ao preço de exercício.

Relativamente aos contratos mencionados o OMIP disponibiliza, de acordo com a data de vencimento de exercício da opção, três categorias de contratos distintos: mês, trimestre e ano, cujas especificidades estão sobretudo relacionadas com os períodos de negociação e de entrega.¹⁸⁵

Face ao exposto, cumpre referir que no primeiro dia de negociação de cada classe o OMIP lança até seis séries: uma “*at-the-money*” e até mais cinco “*out-of-the-money*”. Porém, após o primeiro dia de negociação por iniciativa própria ou a pedido dos seus membros, sempre que o preço do contrato futuro subjacente se situe a mais de 100 *ticks* afastado do preço de exercício da série menos “*out-of-the-money*” ou atinja o preço de exercício da série menos *out-of-the-money*, pode lançar nova série.

Estes contratos são cotados em Euros por MWh e têm um valor nominal de 1 contrato de Futuros MIBEL SPEL Base com liquidação financeiros, que por convenção se consideram também associados aos respetivos contratos de opções.

Quanto ao papel da OMIClear na compensação e liquidação destes contratos, ao contrário do que sucede no caso dos contratos de futuros disponibilizados pelo OMIP, estes contratos não estão sujeitos a liquidação diária de ganhos e perdas¹⁸⁶ remetendo estas regras para a Circular da OMIClear relativa a metodologia de compensação e cálculo das margens.

Em suma, com vista a uma melhor compreensão, propomos um exercício prático:

Ora, suponhamos que um distribuidor português contratado para uma carteira de clientes, residentes em Espanha, de energia durante todas as horas do mês de Fevereiro de 2015, a um preço fixo previamente acordado. Para cumprir com o contratualizado com os seus clientes, o distribuidor tem de comprar eletricidade no mercado à vista para o mês de fevereiro de 2015 com entrega na zona espanhola. Enquanto comprador de energia encontra-se exposto ao risco de subida de preço no mercado à vista, uma vez que caso seja superior ao contratualizado pelos clientes, perde dinheiro.

¹⁸⁵ Vide Anexo III.

¹⁸⁶ Esta não sujeição sucede na medida em que quando se negoceia um contrato de opções não há obrigação de entrega do subjacente e a decisão de exercer ou não o direito de opção só é tomada na data de exercício.

Suponhamos que o distribuidor considera que durante o mês de fevereiro os preços no mercado à vista vão subir, no entanto não está inteiramente seguro. Assim de forma a conservar para si alguma margem de decisão compra um contrato de Opção sobre Futuros MIBEL SPEL Base Financeiros com o mesmo período de entrega de referência (Fev-15) ao preço de 2.86€ com data de exercício para dia 28/01/2015.

Suponhamos que à data de exercício o preço de referência de exercício calculado às 14h pelo OMIP é de 47.75€. Considerando que o preço de exercício da opção (43€/MWh) é inferior ao preço de referência (47.75€/MWh) estando a opção *in-the-money*, é vantajoso para o distribuidor exercer o seu direito de opção. Ao exercer o seu direito isso dar-lhe-á direito ao registo de uma operação de compra no contrato de futuros subjacente a um preço igual ao preço de exercício da opção. Caso o preço de exercício fosse superior ao preço de referência o distribuidor não exercia o seu direito de opção.

5. CONTRATOS NEGOCIADOS EM OTC E ADMITIDOS AO REGISTO PELO OMIP

5.1 FORWARDS

Os contratos de *forwards* consubstanciam operações financeiras a prazo negociadas em mercado de balcão nos termos das quais as partes acordam comprar ou vender um determinado ativo subjacente por um determinado preço numa data futura previamente estabelecida.

Note-se que, embora este instrumento financeiro seja em tudo semelhante ao contrato de futuros, os *forwards* são dotados de particularidades que os distinguem. Por um lado, a sua natureza de negociação bilateral permite a personalização do negócio¹⁸⁷ com vista à realização de “operações de cobertura de risco adaptadas às necessidades particulares de contratantes¹⁸⁸”; por outro lado, o facto da negociação destes instrumentos ocorrer fora de mercado faz com a celebração do negócio ocorra diretamente entre os clientes ou entre duas instituições de crédito ou entre uma instituição de crédito e um seu cliente¹⁸⁹¹⁹⁰. Quando a este último aspeto, note-se que, apesar de negociado em OTC, tal

¹⁸⁷ Cfr. “*Forward contracts are custom-tailored futures contracts...*” Vide BREALEY/MYERS/MARCUS “*Fundamentals...*”

¹⁸⁸ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Derivados”, p.129.

¹⁸⁹ Cfr. JOHN HULL “*Options...*”

¹⁹⁰ O OMIP reconhece os IOB que apesar de não serem membros do mercado procedem ao registo das operações bilaterais em mercado.

não impossibilita as partes do recurso a CCG, sendo até bastante frequente a negociação deste derivado ser um tanto padronizada¹⁹¹.

Por fim, como última nota de diferenciação, os *forwards* não são sujeitos, ao contrário do que sucede com os futuros, a liquidação diária de ganhos e perdas (*mark-to-market*) nem a clearing centralizado o que por si só os torna mais expostos ao risco de crédito.

Face ao exposto, cumpre a conclusão de que os *forwards*, embora mais vantajosos quanto à sua simplicidade, maleabilidade e individualização são contratos com maior exposição ao risco de crédito.

5.2. SWAPS

Os contratos *Swaps*, enquanto instrumentos financeiros derivados, definem-se, de acordo com AMADEU FERREIRA, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA¹⁹² e ENGRÁCIA ANTUNES¹⁹³, como contratos a prazo de permuta de fluxos financeiros futuros¹⁹⁴, durante um período de tempo determinado, que têm como referência o ativo subjacente. Além do referido, o acordo, não só estabelece a altura em que as partes irão proceder ao pagamento dos *cash-flows* como também determina a forma como esses serão calculados.

Estes contratos foram tipificados na lei, por força da transposição da DMIF para o ordenamento jurídico, tendo sido incluídos no artigo 2/1/e do CVM. Contudo, diversamente ao que sucede com os futuros e opções, caracterizam-se por serem instrumentos financeiros derivados de mercado de balcão (OTC)¹⁹⁵.

Considerando a sua natureza, a sua negociação ocorre, de forma bilateral e individualizada, sendo as cláusulas talhadas para satisfazer os interesses das partes. Esta individualização e adaptação do contrato às necessidades das partes não inibem a utilização de condições contratuais gerais, nomeadamente nos termos prescritos pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). Por outro lado destacam-se por serem contratos, inversamente do que ocorre com os futuros e *forwards*, de

¹⁹¹ Vide, capítulo IV, ponto 1.3 do presente relatório.

¹⁹² Vide, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Contratos II...” pp.116-118

¹⁹³ Vide, ENGRÁCIA ANTUNES “ Os Derivados” pp.118-121.

¹⁹⁴ AMADEU FERREIRA alerta para o facto dos “*fluxos financeiros se deverem dar entre posições que são simétricas porque contrapostas*” in Lições de Direito...” p.61.

¹⁹⁵ “Swaps now occupy a position of central importance in the over-the-counter derivatives market”, JOHN HULL, “Options...”.

execução sucessiva ou periódica, uma vez que a realização das várias prestações ocorre durante todo o tempo de vigência do contrato.

Já no que respeita ao objeto contratual, de acordo com as palavras de ENGRÁCIA ANTUNES “é compreensivelmente difícil dizer o que seja um swap no seu estado elementar ou puro, tal a diversidade das variantes originadas pela “praxis” financeira e bancária internacional.¹⁹⁶” Contudo os ativos subjacentes mais frequentes na transação deste contrato são as taxas de juro, as divisas, os créditos, as mercadorias e as ações¹⁹⁷, não excluindo a existência de *swaps* sobre mercadorias, como é o caso da eletricidade¹⁹⁸.

Por fim, estes contratos são fundamentalmente utilizados para cobertura do risco¹⁹⁹, na medida em que permitem aos contratantes cobrir o risco decorrente de consequências adversas das oscilações desfavoráveis adjacentes ao ativo subjacente. Devido à sua “flexibilidade estrutural e operacional” destacam-se por constituírem uma das maiores inovações de sempre dos mercados financeiros.²⁰⁰

5.3. A NEGOCIAÇÃO DOS FORWARDS E DOS SWAPS NO MERCADO A PRAZO DO MIBEL

No mercado regulamentado de derivados do MIBEL a introdução/admissão da negociação dos contratos *forwards* e de *swaps* data do ano de 2009.

A partir desta data, os membros passaram a ter à sua disposição a possibilidade de negociarem contratos *Forwards* SPEL Base e contratos *Swaps* SPEL Base, em OTC, podendo ainda assim registar as operações no OMIP.

No respeito ao enquadramento destes instrumentos no mercado a prazo do MIBEL, o ativo subjacente é o fornecimento de energia elétrica a uma potência de 1MW, durante as horas do período de entrega e a sua cotação é realizada em Euro por MWh, sendo que

¹⁹⁶ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES “Os Derivados”, p.120.

¹⁹⁷ A este respeito *vide* JOHN HULL “*Options...*” e BREALEY/MYERS/MARCUS, “*Fundamentals...*”

¹⁹⁸ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, refere que os swaps evoluíram de forma a abranger não só a sua finalidade originária como outras finalidades e ainda outros objetos como ativos financeiros e mercadorias, e que esta sua ampliação “foi mesmo ao ponto de admitir objetos de referência meramente nocionais.” in “Contratos II...”, p.116

¹⁹⁹ Não obstante poderem e serem também utilizados para efeitos especulativos ou arbitragistas. Além do mais, apesar de ser um derivado de balcão têm que respeitar a exigência do rigor quanto a função que desempenha, na medida em que “...nos contratos para cobertura de risco, a função de especulação deve ser marginal ao longo de toda a vida do instrumento financeiro...”, AMADEU FERREIRA, *Lições de Direito ...*” pp.58-62.

²⁰⁰ *Vide*, JOHN HULL “*Options...*” .

nos contratos *swaps*²⁰¹ a energia é valorizada diariamente com base no preço de referência *spot*.

Quanto às categorias dos contratos de *swaps* e *forwards*, o mercado a prazo do MIBEL disponibiliza contratos semana, mês, trimestre e ano²⁰², sendo que no caso dos *swaps* são disponibilizados ainda contratos dia e fim-de-semana.

No que respeita ao período de liquidação dos *swaps* e *forwards*, ao contrário do que sucede com os contratos futuros, os ganhos e as perdas resultantes das flutuações de preços durante a fase de negociação são liquidados durante o período de entrega e numa base mensal e não diariamente.

Não obstante as referidas semelhanças, importa ainda destacar que a natureza dos contratos *Forwards* SPEL Base é exclusivamente física²⁰³, ao passo que a liquidação dos contratos de *Swap* SPEL Base é puramente financeira.

Por fim, embora negociados em OTC estes contratos podem ser registados junto do OMIP (desde que cumpram os requisitos estabelecidos no mercado, nomeadamente quanto à sua padronização), sendo esta condição necessária à sua submissão à OMIClear para efeitos de compensação.

O registo de operações bilaterais junto ao OMIP constitui a conclusão dessa operação passando as mesmas a assumirem-se enquanto operações de mercado regulamentado. Este registo é realizado através de determinadas plataformas de registo²⁰⁴ e só pode ser submetido pelos membros negociadores ou pelos agentes de registo mas também pelos IOB registados no OMIP²⁰⁵, de acordo com as regras presentes na Circular A07/2014 da entidade gestora do mercado.

²⁰¹ Aqui cfr. artigo 91^a, número 3 das CCG destes contratos “*comprador compromete-se a pagar um valor fixo pela quantidade nocional, enquanto o vendedor se compromete a pagar um valor variável²⁰¹ pela quantidade nocional.*”

²⁰² No que respeita a estas categorias, as particularidades adjacentes relativas aos períodos de negociação e de entrega, ocorrem em termos muito similares aos descritos para os contratos futuros (Anexo II). Vide ainda Ficha técnica e CCG dos contratos em causa, disponibilizadas em www.omip.pt

²⁰³ “As posições em aberto são consideradas definitivas para liquidação durante o Período de Entrega, sendo enviadas para o OMIE”, de acordo com a ficha técnica destes contratos, disponibilizada em www.omip.pt.

²⁰⁴ Vide, ponto 9 da Circular A01/2014 do OMIP relativa às operações bilaterais, disponível em www.omip.pt

²⁰⁵ Entidade que, no âmbito de um mercado regulamentado, pode submeter a registo operações bilaterais entre participantes, sujeitas a autorização ou confirmação destes, nos termos definidos pelo operador do mercado.

Em termos práticos, as partes sujeitam-se às regras do OMIP e da OMIClear como forma de beneficiar dos serviços de interposição de contraparte central da OMIClear, neutralizando, por esta via, os riscos de crédito associados aos mesmos²⁰⁶.

Na condição de contraparte central, a OMIClear irá proceder diariamente à realização do cálculo do valor de liquidação na entrega, sujeito a margem de liquidação.

Por fim, suponhamos que o distribuidor português anteriormente referido, em vez de ir diretamente ao mercado regulamentado decide contratar diretamente com um determinado produtor espanhol a entrega de energia física durante o mês de fevereiro 2015, através de um *Forward*, SPEL Base, acordando assim o preço entre ambos (46€). No entanto, o distribuidor Português condiciona a aceitação do negócio ao registo da operação no OMIP para compensação junto de uma câmara de compensação, com funções de contraparte central (OMIClear).

Imaginemos que o preço do *forwards* SPEL Base mês fevereiro 15 foi de 46€, isto significa (cláusula 2ª CCG) que se o preço no mercado à vista for superior a 46 € ele está a ganhar, mas se for inferior a 46€ está a perder.

6. CONTRAPARTES CENTRAIS

6.1 OMICLEAR

A OMIClear, conforme referido anteriormente, assume o papel de contraparte central, de câmara de compensação e assegura a liquidação do mercado a prazo do MIBEL estando por isso funcionalmente ligada ao OMIP²⁰⁷.

A exigência de interposição de contraparte central relativa aos mercados regulamentados de derivados tinha já o seu assento no artigo 259º, número 4 do CVM, porém, com a entrada em vigor do EMIR a exigência estendeu-se a todas as transações relativas aos derivados negociados fora do mercado regulamentado (designados no EMIR como OTC) que sejam sujeitos à obrigação de clearing junto de uma contraparte central (*clearing* centralizado).

A exigência do EMIR provém de uma decisão adotada no âmbito do G20 a qual decorreu do reconhecimento da falta de transparência adjacente a estes instrumentos financeiros e a sua capacidade de criarem uma “complexa rede de interdependências

²⁰⁶ Vide, ponto 6 do capítulo III do presente relatório.

²⁰⁷ Vide, ponto 3 do presente relatório.

que pode dificultar a identificação da natureza e do nível dos riscos envolvidos”. A crise financeira de 2007 - 2011 veio demonstrar que “essas características aumentam a incerteza em períodos de pressão sobre os mercados e, por conseguinte, provocam riscos para a estabilidade financeira.”²⁰⁸

Uma das formas encontradas para mitigar o risco sistémico²⁰⁹ destes instrumentos foi a interposição de contrapartes centrais e a exigência de compensação dos mesmos. Ora, as CCP definem-se como “uma pessoa coletiva que se interpõe entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros, agindo como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores.”²¹⁰211 Como função adicional e complementar àquelas atividades, o CVM, no artigo 268º, número 1, alínea b), atribui-lhes o estatuto de participante especial no sistema de liquidação de operações.

Por esta via, a CCP assume-se ainda como parte integrante do sistema de liquidação de operações, que tem como função assegurar a boa liquidação das operações por si compensadas²¹², i.e., garante a entrega do instrumento financeiro ao comprador e o pagamento do preço ou a entrega de um saldo ao vendedor.

A OMIClear, enquanto CCP nos termos do EMIR²¹³, tem como função principal a proteção contra o risco de incumprimento e a mitigação dos riscos das operações, nomeadamente o risco de crédito, de liquidação, operacional e sistémico e garantir a segurança e a solidez em todas as condições de mercados. Para tal, a CCP deve prever mecanismos de governação sólidos e prudentes e adotar políticas de remunerações que desincentivem a assunção de riscos excessivos.²¹⁴

No que respeita à exposição ao risco da CCP, e dos seus membros (membros compensadores), a OMIClear, enquanto contraparte central, deve fixar, exigir e cobrar

²⁰⁸ Cfr Considerando (4) EMIR

²⁰⁹ A este respeito *vide*, JOSÉ SANTOS QUELHAS “Sobre as crises ...”

²¹⁰ A autorização enquanto CCP exige que esta disponha de um capital inicial permanente de pelo menos 7,5 milhões de euros de acordo com o estipulado no artigo 16º do EMIR. A este respeito *vide* RTS nº152/2013 de 19 de Dezembro de 2012

²¹¹ Cfr.artigo2º, número 1 do EMIR

²¹² *Vide*, artigo 259ºCVM

²¹³ *Vide*, <http://www.esma.europa.eu/page/Central-Counterparties>

²¹⁴ *Vide*, Regulamento Delegado (UE) nº153/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012, que completa o EMIR no que respeita a normas técnicas de regulamentação relativas aos requisitos aplicáveis às contrapartes centrais.

margens²¹⁵ que lhes permita cobrir os riscos decorrentes das oscilações inerentes a cada instrumento financeiro, sendo que este cálculo deve respeitar intervalos de confiança de 99,5% para os derivados OTC²¹⁶ e de 99% para os outros instrumentos financeiros²¹⁷. Estes intervalos de confiança funcionam como uma medida que estabelece a confiança que se pode estabelecer num dado instrumento, confiança essa calculada a nível percentual.

Para além das margens, a CCP mantém um “fundo de proteção pré-financiado para a cobertura de perdas que excedam as perdas a cobrir pelos requisitos de margens... decorrentes de situações de incumprimento”²¹⁸ de acordo com as regras estipuladas no artigo 29º do Regulamento Delegado (EU) Nº153/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012 que completa o EMIR no que diz respeito às normas técnicas de regulamentação relativas aos requisitos aplicáveis às contrapartes centrais (RTS nº153/2013).

Com vista a assegurar a liquidez do mercado, o estabelecimento de quadros de gestão dos riscos de liquidez são imperativos, na medida em que a OMIClear deve ter acesso permanente a liquidez suficiente para prestar os seus serviços e exercer as suas atividades de pagamento e liquidação. Para o efeito, a CCP deve ter disponíveis recursos líquidos, tais como: i) linhas de crédito autorizadas; ii) numerário depositado num banco central emissor ou em instituições de crédito autorizadas; iii) acordos de recompra autorizados; e iv) instrumentos financeiros altamente negociáveis de acordo com o artigo 33º, número 1, alíneas a) a e) do RTS nº 153/2013. A posse destes recursos são essências para a cobertura das suas necessidades que devem incluir cenários de potenciais esforços e necessidades futuras.²¹⁹

²¹⁵ As margens exigidas pela OMIClear estão espelhadas no artigo 54º do seu regulamento disponível em <http://www.omiclear.pt/LinkClick.aspx?fileticket=IJ47bw2rc9M%3d&tabid=170&mid=831&language=p-t-PT>. Aqui importa ainda referir que as mesmas não devem ser, nem em caso de ambiente competitivo, reduzidas, uma vez que isso pode comprometer a segurança da CCP.

²¹⁶ O intervalo de confiança dos OTC é superior tendo em conta a sua menor fiabilidade em termos de preços e escassez de dados históricos que permitam fazer estimativas reais da exposição ao risco.

²¹⁷ Na determinação destes intervalos a CCP tem ainda de ter em consideração os fatores espelhados no artigo 24, número 2, alínea a) a d) do Regulamento Delegado (UE) nº153/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012,

²¹⁸ Cfr. Artigo 42º do EMIR

²¹⁹ Vide, artigo 32 do RTS nº 153/2013 e artigo 44º do EMIR

Por fim, a OMIClear ainda como forma de cobrir a sua exposição inicial e contínua perante os seus membros compensadores exige a entrega de garantias²²⁰ de elevada liquidez e de baixo risco de crédito,²²¹ nos termos dos artigos 37º a 42º do RTS nº153/2013²²².

Considerando o mencionado acerca dos deveres de uma contraparte central, importa referir, conforme introduzido no capítulo 3.1.2, que a assunção da posição de contraparte central por parte da OMIClear ocorre com o registo das posições através do processo da novação. Assim, a OMIClear quando aceita o registo de uma negociação realizada no OMIP, está a aceitar e a assumir-se enquanto contraparte central desse negócio, consequentemente, os direitos e obrigações resultantes dessa transação passam a ser por si assumidos. Através deste processo os membros compensadores tornam-se as contrapartes da OMIClear nas operações.

Porém, a assunção da posição de contraparte ocorre em circunstâncias e em momentos diferentes consoante diga respeito a operações realizadas em mercado ou a operações bilaterais (OTC). Assim, “para as operações resultantes de negociação em contínuo e em leilão no OMIP a assunção da posição de Contraparte Central decorre do sistema de *Open Offer*”, sendo que a OMIClear assume a sua posição “no exato momento do registo dessas Operações na Plataforma de Compensação²²³”.

Quando estejam em causa operações bilaterais, estas aquando do seu registo são equiparadas a operações de mercado. O registo destas operações pressupõe não só a aceitação da entidade gestora de mercado como também da OMIClear²²⁴. *Caso a OMIClear aceite*, ocorre o processo da novação, sendo que ela se interpõe como contraparte central no momento do registo das referidas operações. A este propósito, é relevante referir que o registo de operações bilaterais segue trâmites específicos determinados pelo OMIP e depende da aceitação da OMIClear²²⁵. Assim, aquando do registo da operação no OMIP, a operação bilateral assume as características das

²²⁰ A este respeito *vide* Regulamento OMIClear artigos 44º a 49º do Regulamento, disponível em <http://www.omiclear.pt/LinkClick.aspx?fileticket=IJ47bw2rc9M%3d&tabid=170&mid=831&language=p-t-PT>.

²²¹ “A liquidez e os riscos de crédito e de mercado devem ser considerados ao nível de carteira e ao nível de cada instrumento financeiro”, cfr considerando (42) do RTS nº 153/2013 e artigo 44º do EMIR

²²² Isto exige um acompanhamento e valoração contínua das garantias por parte da CCP.

²²³ Cfr. Ponto 1, a) da Circular A05/2014 relativa às contas de registo e contas de compensação da OMIClear, disponíveis em www.omiclear.pt

²²⁴ Cfr. Ponto 1, b) da Circular A05/2014 relativa às contas de registo e contas de compensação da OMIClear, disponíveis em www.omiclear.pt

²²⁵ Vide, Circular OMIP 01/2014 relativa às Operações Bilaterais, disponível em www.omip.pt

operações realizadas no sistema de negociação do OMIP, e, deste modo, passa a estar sujeita às regras do OMIP e da OMIClear. É também neste momento que a OMIClear se assume enquanto contraparte central sujeitando a operação bilateral registada no OMIP aos seus procedimentos de compensação e de liquidação.

A este respeito, para terminar, importa referir que a autorização obtida no âmbito do EMIR recai sobre duas categorias de derivados, ou seja, nos derivados de mercado regulamento e seus equiparados (equiparam-se a mercado regulamentado os derivados negociados através de operações bilaterais mas registados posteriormente no mercado) e nos derivados OTC, pelo que a OMIClear está autorizada a atuar nos dois segmentos.

6.2 - BME CLEARING

A BME Clearing assume-se como contraparte central dos mercados geridos pela MEFF que se decompõem em mercados conforme digam respeito a derivados financeiros ou ao segmento da MEFF *Power* (em relação a derivados sobre eletricidade).

A constituição desta instituição de *clearing* surgiu com a imposição do EMIR de que as atividades de *clearing* tenham de estar separadas das atividades de *negociação*.

Neste sentido, da reestruturação de atividades no seio do grupo, a instituição MEFF assumiu-se como sociedade gestora dos mercados de derivados e outros, e a *BME Clearing* como contraparte central.

Como forma a incluir no âmbito das atividades por si prestadas os derivados sobre energia elétrica, a MEFF levou a cabo um processo de adequação de normas que culminou na aprovação, por parte da CNMV, a 5 de janeiro de 2011, de um novo regulamento que permitiu então o lançamento do segmento de mercado *MEFF Power*.

A partir deste momento, a *clearing house BME Clearing* passou a aceitar o registo de contratos financeiros derivados cujo ativo subjacente é o fornecimento de energia elétrica durante os períodos de horas mais relevantes, consoante o tipo de produto negociado. Refira-se que nesta CCP apenas é realizado o *clearing* de produtos referentes ao pólo espanhol do mercado ibérico de energia elétrica, ou seja, derivados sobre eletricidade valorizada com o preço espanhol de eletricidade.²²⁶

²²⁶ Todas as particularidades e condições de registo junto desta CCP, estão disponíveis em: <http://www.bmeclearing.es/ing/asp/MEFFPower/Home.aspx>

Desta forma os agentes de mercado passaram a poder, quando realizam operações em mercado sobre derivados do mercado a prazo do MIBEL, proceder ao seu registo não só na OMIClear por intermédio do OMIP, mas também na BME Clearing.

Porém, torna-se imperativo ressaltar que o âmbito de autorização, nos termos do EMIR, enquanto CCP concedido à BME Clearing é inferior ao da OMIClear. Na verdade, no processo de autorização de contrapartes centrais nos termos do EMIR, a BME Clearing está autorizada a desempenhar essa função mas só em relação às operações de derivados sobre *commodities* realizadas em mercado regulamentado e equiparadas, ao passo que a OMIClear está autorizada a fornecer os seus serviços tanto a operações realizadas no mercado como a operações realizadas fora do mercado regulamentado (OTC).

Em suma, apenas referir que os OTC registado num mercado são equiparados a negócios feitos no mercado (*Exchange traded derivatives*) e por esta via são abrangidos pela autorização da BME Clearing. O OTC puro (não registado em mercado) é que apenas pode ser compensado pela OMIClear uma vez que a sua autorização nos termos do EMIR engloba este tipo de produtos, o que não acontece à BME Clearing.

CAPÍTULO IV

A EVOLUÇÃO DA NEGOCIAÇÃO NO MERCADO A PRAZO DO MIBEL

1. DADOS

Feita a apresentação e enquadramento jurídico do funcionamento e estrutura do mercado a prazo do MIBEL, é relevante abordar a evolução da negociação neste mercado com vista a compreender a sua liquidez quer no mercado regulamentado de derivados do MIBEL quer no OTC. A compreensão da forma como os membros do mercado ibérico seguem o mercado organizado do MIBEL revela-se importante dado que o objetivo deste mercado é trazer transparência e a segurança ao mercado ibérico da eletricidade, pois mesmo que negociem bilateralmente as partes têm sempre como referência o mercado regulamentado.

Para o efeito, para a elaboração do presente relatório foram recolhidos dados do OMIP, da OMIClear, da CNMV e do *site* do MIBEL relativos ao número de contratos e aos volumes de energia negociados no período de 2007 a 2014. A informação obtida foi complementada com a análise da informação constante dos Relatórios e Contas do OMIP e da OMIClear.

Adicionalmente, para a obtenção de informações adicionais considerei que seria importante conversar e discutir algumas questões com o OMIP, tendo obtido a colaboração do Engenheiro Jorge Simão. Consequentemente, procedi ainda a alguns esclarecimentos juntos de alguns membros negociadores que participam no mercado gerido pelo OMIP, em particular à EDP, à AXPO IBERIA e à Galp Energia, como forma de enriquecer o meu trabalho.

2. A NEGOCIAÇÃO NO MERCADO DE DERIVADOS DO MIBEL

O mercado de derivados do MIBEL é composto pelo mercado organizado a prazo gerido pelo OMIP, sendo as suas operações compensados pela OMIClear, e pelo mercado não organizado ou mercado OTC²²⁷, i.e., no qual são realizadas operações bilaterais.

Neste sentido, a negociação de instrumentos financeiros derivados no MIBEL não está circunscrita à negociação no OMIP, sendo complementada pelo mercado OTC.

Conforme referido anteriormente, apesar de ser realizada negociação em OTC dos instrumentos derivados negociados no MIBEL, tais operações podem ser registadas no OMIP

²²⁷ Vide Capítulo II, Ponto 3 do presente relatório.

para efeitos de compensação pela OMIClear. Quer isto dizer que, o OMIP aceita o registo de operações bilaterais que serão posteriormente compensadas pela OMIClear (doravante OTC OMIClear). O mesmo sucede na entidade gestora de mercado espanhola *MEFF Exchange*, a qual aceita também o registo de OTC de derivados sobre energia elétrica MIBEL, para compensação junto da BME Clearing (doravante designado OTC MEFF)²²⁸.

Para além das operações OTC registadas no OMIP/MEFF e compensadas na OMIClear/BME Clearing, existem os OTC puros, ou seja, operações bilaterais que não são registadas em qualquer entidade gestora de mercado, nem compensadas por qualquer contraparte central.

Em relação à negociação de OTC puros estão disponíveis estimativas publicadas pela CNMC, desde Março de 2011, que doravante iremos designar como OTC não registado e sobre o qual também nos iremos debruçar.

No ano de 2014 assinalou-se o oitavo ano de funcionamento do mercado a prazo organizado do MIBEL, gerido pelo OMIP. O movimento de harmonização europeia dos mercados de capitais trouxe consigo o aumento da concorrência, tendo o OMIP e a OMIClear conseguido afirmar-se no seio do mercado a prazo de instrumentos financeiros derivados sobre energia.

A negociação de instrumentos financeiros derivados sobre energia elétrica no OMIP ocorre através do sistema de negociação em contínuo²²⁹ ou através de aceitação do registo de operações bilaterais na plataforma de negociação gerida pelo OMIP e consequente registo na OMIClear²³⁰, para efeitos de compensação (designados de OTC registado). Adicionalmente, são também negociados volumes de energia através dos leilões organizados pelo OMIP²³¹.

Uma vez que no mercado a prazo do MIBEL são objeto de negociação instrumentos financeiros derivados, a questão da liquidez²³² assume especial importância, na medida em que a principal função deste mercado é a cobertura de riscos. Ora, assim sendo, quanto maior for a liquidez dos instrumentos ali negociados melhor será o desempenho do respetivo

²²⁸ Vide ponto 6 Capítulo III do presente relatório

²²⁹ Vide ponto 3.1.1 do Capítulo III do presente relatório

²³⁰ Vide ponto 6 do Capítulo III do presente trabalho

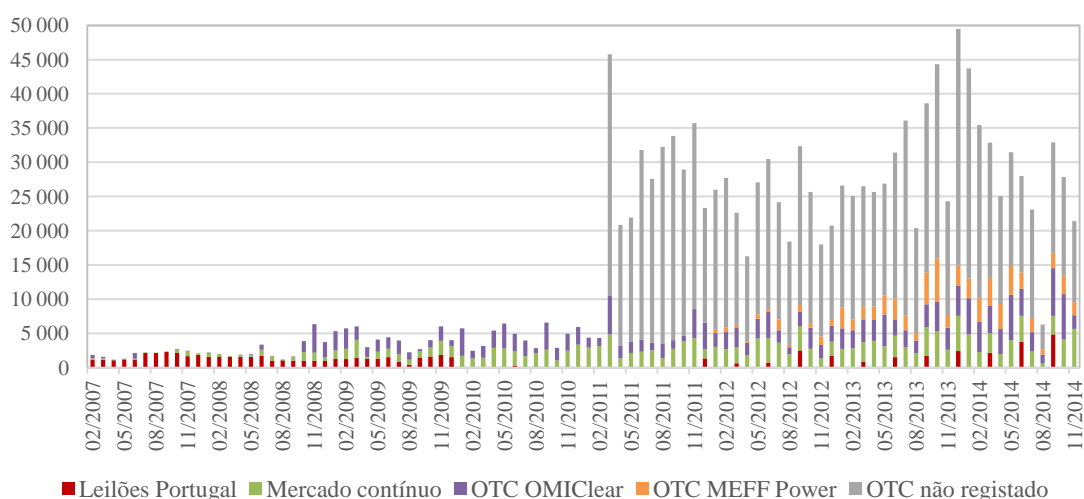
²³¹ Os leilões devido à sua densidade e particularidades materiais não são aqui alvo de estudo nem de análise.

²³² De acordo com o glossário CMVM, a liquidez consiste na “facilidade de transformar o investimento num dado ativo em meios monetários. Essa facilidade envolve duas dimensões: o tempo que demora a concretizar a transformação do ativo em moeda e o custo (designadamente, pelo facto de a transação se dar a um preço inferior ao valor económico real do activo em causa) que a transformação implica. A liquidez pode definir-se pelo número de unidades monetárias que é necessário injetar ou retirar de um mercado para que o preço de um ativo financeiro se altere. Assim, quanto mais elevado esse montante, maior a liquidez do ativo e, consequentemente, do mercado. Se, pelo contrário, com transações de pequeno valor se originar a alteração significativa do preço do ativo estaremos na presença de um ativo e de um mercado de reduzida liquidez”

mercado, dado que “a liquidez sustentada, contribui para que os preços de mercado sejam preços mais representativos e sejam resultado de mais informação trazida pelo mercado pela atuação dos agentes.”²³³

Considerando o supramencionado, conforme demonstra a figura 2 *infra*, é notório o maior peso da negociação de instrumentos derivados sobre energia elétrica²³⁴ em OTC, do que na negociação em contínuo no mercado a prazo gerido pelo OMIP.

Figura 2 – Evolução mensal da negociação no mercado de derivados do MIBEL (2007-2014)



Fonte: MIBEL, OMIP, OMIClear e CNMV²³⁵

De acordo com os dados obtidos e apresentados na figura 2, nos primeiros três anos de atividade do mercado a prazo do MIBEL gerido pelo OMIP, a negociação foi caracterizada sobretudo pela negociação em leilão, tendo o OTC registado na OMIClear ganho relevo apenas em Novembro de 2008 (quase dois anos após a criação do mercado).

Apesar destas particularidades, tem-se registado uma tendência de crescimento dos volumes de energia negociados no mercado a prazo do MIBEL gerido pelo OMIP nos últimos anos. No entanto, embora só tenhamos dados sobre o OTC não registado a partir de Março de 2011, as operações realizadas fora do mercado têm ocupado, desde sempre, a primeira posição no que respeita à negociação destes contratos.²³⁶

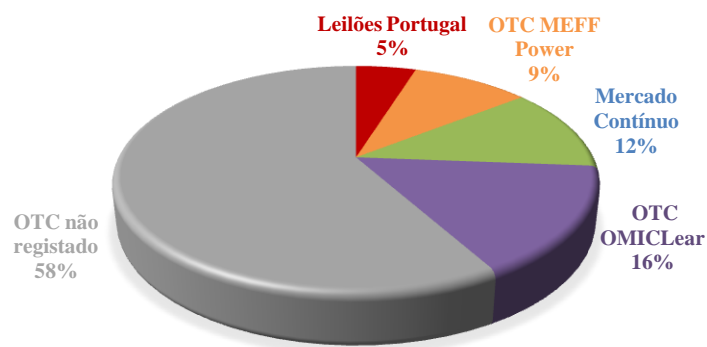
²³³ Cfr. “Descrição do Funcionamento do MIBEL”, p.117.

²³⁴ Os volumes de energia elétrica são contabilizados pelas autoridades de supervisão em número de contratos e por GWh.

²³⁵ Valores recolhidos e calculados pela autora. Os dados do OTC MEFF Power só estão disponíveis a partir de Janeiro de 2012 e os do OTC não registado desde de Março de 2011.

²³⁶ Aqui importa destacar que a informação disponibilizada e representada nas figuras, não continha, no período entre 2007 e 2010, os valores de energia negociada fora do mercado regulamentado do MIBEL. Contudo, é de

Figura 3 - Negociação no mercado de derivados do MIBEL – Ano 2014 (janeiro-novembro)



Fonte: MIBEL, OMIP, OMIClear e CNMV

Aliás, esta tendência é facilmente verificável ainda atualmente, veja-se a figura 3 com os dados, em termos percentuais, do último ano (2014) da qual resulta a magnitude da negociação em OTC, quer seja puro ou registado posteriormente junto de uma contraparte central (83% do total negociado em 2014), em relação no mercado organizado de derivados do OMIP (17% do total negociado em 2014),²³⁷.

À luz dos dados apresentados acima, e sabendo-se que o funcionamento dos mercados regulamentados, como é o caso do mercado gerido pelo OMIP em análise, assenta nos princípios da transparência, livre concorrência, objetividade e liquidez, reveste-se de especial interesse a análise e o desenvolvimento das questões na base desta disparidade de valores.

2.1 – A NEGOCIAÇÃO EM CONTÍNUO

A gestão do mercado a prazo pelo OMIP constitui a função primordial do pólo português, o qual tem como área central da sua atividade operacional o departamento de negociação.

Conforme explicado acima, os membros negociadores do mercado a prazo do MIBEL gerido pelo OMIP acedem à contratação de derivados sobre energia elétrica através do sistema de negociação em contínuo²³⁸.

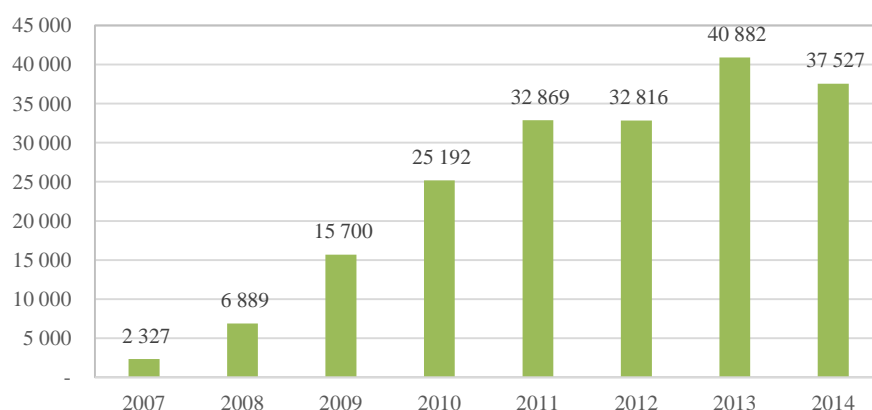
Desde a criação do mercado, os volumes anuais negociados em contínuo têm registado uma tendência de crescimento, conforme dispõe a figura 4, muito embora se tenha verificado um ligeiro decréscimo em 2014.

comum conhecimento que desde da criação do mercado que sempre foram realizadas operações bilaterais e que, se o seu impacto hoje ainda é significativo, na altura ainda mais o era.

²³⁷ Vide Relatórios de Contas e Gestão do OMIP e da OMIClear, disponíveis em www.omip.pt

²³⁸ É também possível a negociação na modalidade designada de leilão, a qual não é tratada no âmbito da presente análise.

Figura 4 – Evolução anual do volume negociado em contínuo no OMIP



Fonte: MIBEL, OMIP e OMIClear.

A evolução da negociação em mercado regulamentado tem sido influenciada não só por fatores legais, ligados ao esforço patente na regulamentação europeia no sentido de um maior controlo e redução da negociação OTC, mas também pelos esforços e compromissos que o OMIP tem desenvolvido no sentido do fomento da liquidez do seu mercado²³⁹.

Face ao exposto, importa referir que o leque de produtos admitidos à negociação pelo OMIP foi aumentando ao longo dos anos. Em 2006 apenas se encontravam admitidos à negociação contratos de Futuros SPEL Base com liquidação física e financeira. Posteriormente, em 2009, de forma a promover a zona portuguesa, o OMIP passou a disponibilizar contratos de Futuros PTEL Base com liquidação financeira e passou a aceitar o registo de operações bilaterais sobre contratos de Swaps e de Forwards sobre SPEL Base, também com o objetivo de captar parte da negociação realizada em OTC para registo no mercado por si gerido e consequentemente na OMIClear. Em 2010, o OMIP aumentou a oferta de produtos com a disponibilização de contratos de Ponta, ou seja, contratos cujo período de fornecimento da energia elétrica só ocorre durante um período de 12h (entre as 8h e as 20h de todos os dias da semana, entre Segunda-Feira e Sexta-Feira). Os contratos Futuros PTEL Base com liquidação física foram introduzidos em 2011. Finalmente, em 2013, foram disponibilizados os FTRs e, em 2014, foram pela primeira vez disponibilizados contratos Opções sobre Futuros Base SPEL. Deste modo, atualmente encontram-se à negociação mais oito tipos de contratos, incluindo produtos negociados através de operações bilaterais mas passíveis de registo no mercado²⁴⁰.

²³⁹ A função da entidade gestora de um mercado procurar soluções e desenvolver medidas que fomentem a liquidez do mercado que gere.

²⁴⁰ Vide, capítulo III, ponto 4 e 5 do presente relatório

Os contratos futuros, nomeadamente os SPEL Base são, de entre todos os produtos admitidos à negociação pelo OMIP, os que apresentam maior liquidez, quer em número de contratos transacionados quer em volume de energia negociada. Todavia, aqui importa fazer uma distinção entre os contratos SPEL e PTEL, pois tal como referimos, os contratos cujo preço de referência respeita ao preço da eletricidade em Espanha apresentam maior liquidez do que os cujo preço eletricidade corresponde ao de Portugal.

As razões por detrás desta diferença dos produtos, assentam no fato do processo de liberalização energética se ter iniciado primeiramente no mercado espanhol o que permitiu um maior desenvolvimento deste mercado, na dimensão geográfica de Espanha (o mercado físico é cerca de cinco vezes superior ao de Portugal) que favorece igualmente um maior desenvolvimento do mercado espanhol e, consequentemente no maior número de agentes ativos do lado espanhol. Estas razões justificam o fato dos produtos com subjacente espanhol disponibilizados pelo OMIP terem condições mais propícias à liquidez do que os produtos PTEL.

Acresce ainda a quase inexistência de *market splitting*²⁴¹, ou seja, a quase inexistência de diferenças de preços entre os dois países ibéricos (Portugal e Espanha, ou seja entre PTEL e SPEL). A formação de um preço quase coincidente em Portugal e Espanha demonstra o acoplamento do mercado MIBEL, o que se deve à cada vez melhor interligação física entre Portugal e Espanha.

Tudo isto tem levado a que os contratos com subjacente espanhol (SPEL) constituam um *proxy* particularmente adequado para as estratégias de cobertura de risco também no mercado português.

Neste sentido, por exemplo, um operador dominante em Portugal, que necessariamente terá maior interesse na negociação de contratos PTEL, perante a pouca liquidez dos mesmos e a semelhança de preços da energia em Portugal e Espanha, tende a preferir cobrir o risco (PTEL) pretendido com a transação de produtos denominados em SPEL.

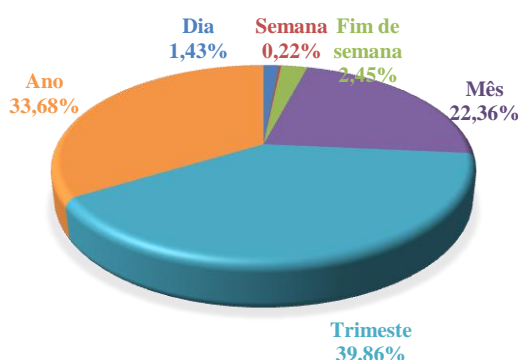
²⁴¹ Este processo é denominado de separação de mercados, que segundo a ERSE, diz respeito ao “processo de gestão da capacidade de interligação entre dois ou mais sistemas elétricos desenvolvido de forma simultânea com o mercado único organizado de energia elétrica, respeitando critérios de eficiência económica, e em que no caso de congestionamento entre os dois sistemas, o mercado é separado em zonas com preço diferente” disponível em <http://www.erse.pt/pt/electricidade/regulamentos/acessoasredesaasinterligacoes/Documents/Manual%20de%20Procedimentos%20da%20Gest%C3%A3o%20Conjunta%20da%20Interliga%C3%A7%C3%A3o%20Portugal%20-%20Espanha.pdf>

Contudo, apesar do acoplamento do mercado ser uma conquista do mercado ibérico, seria importante que os membros procedessem à negociação de produtos PTEL quando pretendessem distribuir energia na zona portuguesa dado que isso se iria traduzir numa estratégia de cobertura de risco mais eficiente e, por outro lado em maiores volumes de energia negociados no seio do MIBEL o que consequentemente traria mais liquidez a este mercado.

Ainda no que respeita aos contratos listados no OMIP, os contratos trimestrais e anuais contribuem para os maiores volumes de energia negociada no OMIP. Aliás, se recuarmos até ao início da criação do mercado a prazo do OMIP é possível verificar que os contratos trimestrais sempre se evidenciaram como os mais negociados em termos de volumes de energia.²⁴²

No ano de 2011, o peso dos contratos trimestrais negociados era de 46,40%, em termos de volume de energia, seguindo-se os contratos anuais com 29,10%. Em 2012, os contratos trimestrais permaneciam na liderança (44,70%), seguidos dos contratos mensais com um peso de 27,19% e em prejuízo dos 24,05% dos contratos anuais. No ano de 2013, os contratos trimestrais continuavam a registar maior peso no volume negociado, mesmo que com um decréscimo de cerca de 4 pontos percentuais (40,03%). Os contratos anuais registavam um peso de cerca de 27,71% e os contratos mensais um peso de 26,36%. Em 2014, os contratos trimestrais tiveram uma representatividade de cerca de 39,86%, conforme se apresenta na figura 5 *infra*.

Figura 5 – Peso das maturidades negociadas em 2014 em contínuo



Fonte : OMIP inquérito

²⁴² Esta conclusão foi permitida através da análise dos relatórios de gestão e contas do OMIP, disponíveis em www.omip.pt

No que respeita à periodicidade dos contratos, verificou-se que os contratos mais curtos representam uma percentagem reduzida, embora em termos de liquidez seja de assinalar o crescimento verificado sobretudo no que respeita aos contratos semanais.²⁴³

No que respeita a estes contratos, o OMIP evidenciou²⁴⁴ a existência dos designados contratos “*day-ahead*”²⁴⁵, que por não estarem disponíveis para negociação em contínuo no OMIP importam uma limitação da liquidez do mercado e da liquidez adjacente a este tipo contratual.

De acordo com as informações obtidas junto dos membros do mercado selecionados - AXPO IBERIA e da EDP, o contrato “*day-ahead*” desperta muito interesse.

Note-se todavia que, apesar dos volumes de energia negociados sejam mais elevados nos contratos trimestrais e anuais, os contratos de ciclos de vencimentos curtos apresentam relevante liquidez, em termos de número de contratos, mas não quanto ao volume, pelo facto não haver um diferimento tão grande entre o momento da negociação e o momento do vencimento do contrato, havendo menor incerteza quanto ao preço. Sobre esta matéria o OMIP referiu-nos que, na verdade, independentemente do peso do volume negociado (medida em termos de energia subjacente aos respetivos contratos), os contratos mais negociados são os relativos a ciclos de vencimentos curtos, o que poderá resultar sobretudo de uma perceção de menor risco legal e regulatório por parte dos agentes, levando-os a evitar uma exposição longa a esse risco.

Neste âmbito, no que respeita à negociação em contínuo, é imperativo abordar a temática dos criadores de mercado, na terminologia inglesa *market makers*²⁴⁶, como meio de fomento de liquidez.

Ao abrigo do disposto no artigo 348º do CVM, uma operação de fomento de mercado pressupõe a “criação de condições para a comercialização regular num mercado de uma determinada categoria de valores mobiliários ou de instrumentos financeiros, nomeadamente o incremento da liquidez”. Aliás, de acordo com o artigo 13º do Reg. da negociação do

²⁴³ Em 2011 os contratos semanais registavam um peso de apenas 0,79% na negociação, sendo que em 2012 já pesavam cerca de 4,01% na negociação e no ano de 2013 verificaram um aumento para 5,88%. Os contratos de maturidade dia ou de fim de semana representam nem 1% do volume negociado.

²⁴⁴ Informação obtida junto do Engenheiro Jorge Simão do OMIP.

²⁴⁵ O contrato futuros *day-ahead* a que o OMIP se refere, permite a negociação no dia anterior à entrega do contrato de futuros dia com entrega financeira no dia seguinte. De acordo com as regras atuais do OMIP, no dia anterior à entrega apenas é permitido o registo OTC sobre estes contratos.

²⁴⁶ A respeito da atividade do *market maker* no mercado de capitais em geral vide, JAN DALHUSEIN, “*Dalhuisen on...*”

OMIP, a entidade gestora do mercado pode celebrar Acordos de Criação de Mercado com o intuito de fomentar a liquidez de um contrato.

Através da celebração destes acordos os criadores de mercado ficam obrigados a “cotar preços de compra e de venda para um ou mais contratos admitidos à negociação, de forma continuada ou a pedido específico do OMIP²⁴⁷”.

Estes criadores de mercado são membros negociadores do OMIP que desempenham um papel essencial na promoção da liquidez do mercado, contribuindo assim de forma decisiva para a sua eficiência. Estes membros desempenham funções através da assunção da obrigação de efetuarem simultaneamente “ofertas de compra e de venda limites máximos de *spread*, para um dado número de contratos e durante um período mínimo de tempo predefinido ao longo de cada sessão de negociação, tendo, como contrapartida, benefícios diretos negociados com o OMIP.”²⁴⁸

Tal entendimento vai ao encontro da conceção de JOSÉ QUELHAS de que “o *market maker* tem a função de manter firmes o *bid price* e o *ask price*, respetivamente, para as operações de compra e venda de determinados ativos financeiros, durante um período de tempo delimitado, assegurando o funcionamento regular e contínuo das transações e a formação adequada das cotações, de forma a salvaguardar a liquidez do mercado”²⁴⁹.

A informação sobre quais os criadores de mercado e os contratos por estes cobertos são divulgados no boletim diário do OMIP disponibilizado no seu *site*.

No âmbito do mercado a prazo gerido pelo OMIP, a atuação destes criadores de mercado visava sobretudo os contratos de futuros, porém, recentemente, a AXPO IBERIA, posicionou-se no mercado enquanto *market maker* dos contratos de Opções sobre contratos futuros SPEL Base com liquidação financeira. Conforme confirmado por esta entidade, a sua decisão assentou na aposta de dotar o mercado de maior liquidez. Tal decisão decorrerá também do facto dos contratos de opções evidenciarem uma tendência de crescimento em termos de transparência e liquidez, o que torna interessante o desenvolvimento de mecanismos em prol do seu negócio e dos interesses dos clientes da AXPO²⁵⁰.

Neste contexto, para uma compreensão prática do seu impacto no mercado, o OMIP disponibilizou dados que demonstram o possível impacto da atuação dos *market makers*.

²⁴⁷ Cfr. artigo 13º, número 2 do Reg. da negociação do OMIP

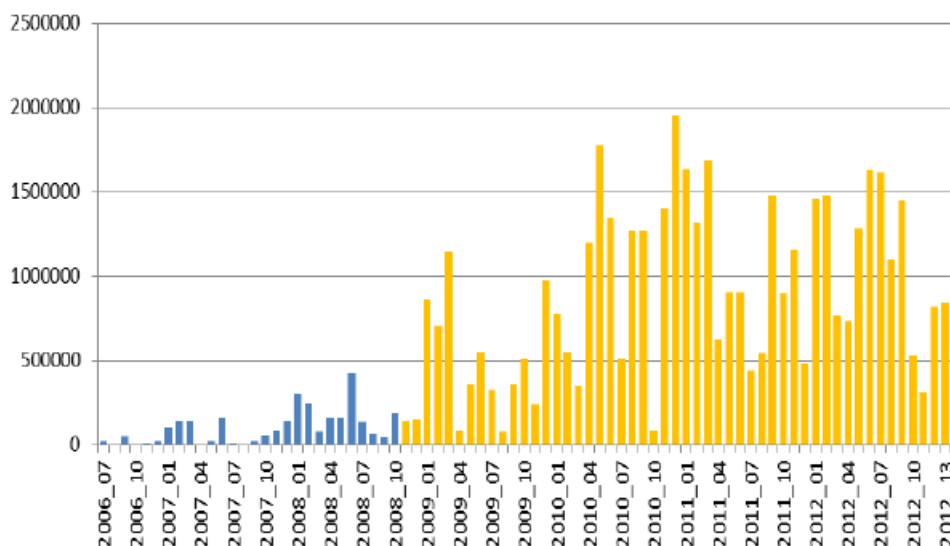
²⁴⁸ Cfr www.omip.pt

²⁴⁹ Cfr. JOSÉ QUELHAS, “Sobre as Crises F...”

²⁵⁰ Informação obtida junto da AXPO IBERIA,S.L.U.S.A

Não sendo possível avançar com uma fórmula exata que permita avaliar este impacto, na figura 6 abaixo está representado a azul o volume mensal negociado (MWh) nos contratos trimestrais antes da intervenção do *market maker* e a cor amarela o volume negociado após o início de atuação. Dos dados obtidos foi possível constatar um crescimento considerável da negociação desses contratos após o início de atividade do *market maker*.

Figura 6 – Evolução mensal da negociação (MWh) dos contratos de futuros trimestrais

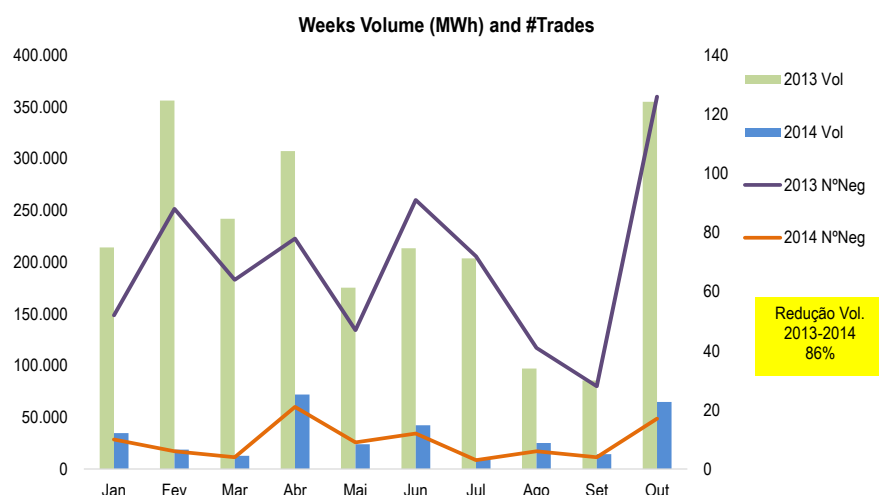


Fonte: Inquérito do OMIP

Por sua vez, no que respeita aos contratos semanais, o OMIP referiu que houve a intervenção de um *market maker* até ao final de 2013.

A figura 7 infra apresenta os dados do ano seguinte (2014) já sem atuação do *Market Maker*. Os dados analisados permitiram verificar que houve uma notória redução da negociação destes contratos quer em nível de volume como de números de contratos.

Figura 7 - Evolução da negociação (MWh) dos contratos de futuros semanais



Fonte: Inquérito do OMIP

Face ao exposto, cumpre concluir que a atuação do *market maker* no mercado contribui para uma efetiva melhoria no fomento da liquidez do seu mercado. Para o efeito, os *market makers* recebem benefícios por parte da entidade gestora do mercado para manter ofertas de compra e venda nos contratos acordados.

2.2 - A NEGOCIAÇÃO OTC

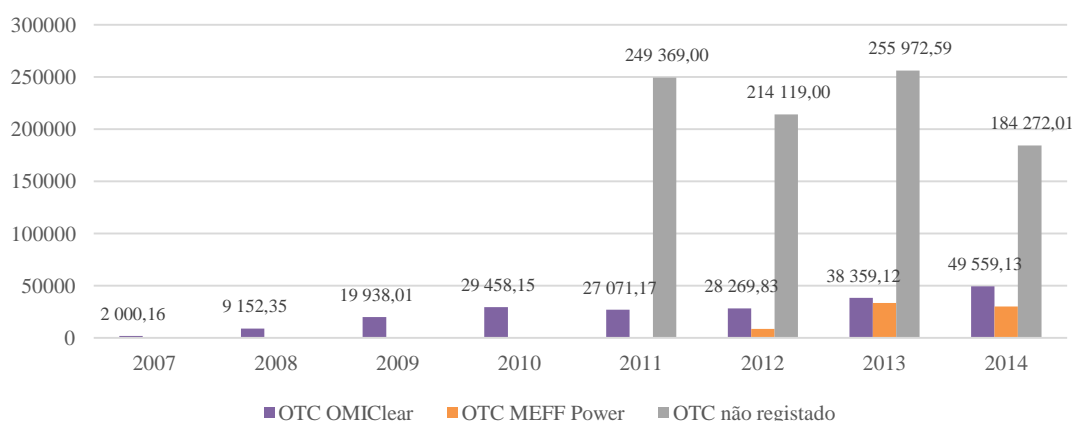
O OMIP considera as operações realizadas em OTC claramente complementares do mercado a prazo por si gerido.

Analisando o volume negociado de derivados sobre energia elétrica é notório o grande peso da negociação em OTC no MIBEL, note-se que a grande maioria do volume de energia é negociado mediante operações bilaterais.

Nesta fase, é relevante fazer referência à distinção entre o OTC puro (OTC não registado) e o OTC com posterior registo na OMIClear com intermédio do OMIP ou na BME Clearing (denominado doravante OTC registado), na medida em que este registo dota o mercado regulamentado a prazo gerido pelo OMIP de maior liquidez e permite a captação de alguns dos negócios realizados em OTC.²⁵¹

²⁵¹ Vide, ponto 6 do presente relatório

Figura 8 – Evolução anual do volume negociado em OTC (MWh)



Fonte: MIBEL, OMIP, OMIClear e CNMV²⁵²

Tendo em conta os princípios estruturantes da negociação no mercado regulamentado a prazo do OMIP, seria expectável que a negociação de energia através do mercado fosse mais aliciante e vantajosa para os membros. No entanto, conforme as figuras demonstram, na prática não é essa a tendência do mercado.

Conforme sustentado no Capítulo II, ponto 3.2 do presente relatório o mercado OTC caracteriza-se pela sua “flexibilidade negocial e moldabilidade substantiva”²⁵³ devido à ausência de uma estrutura rígida imposta pelas regras de mercado regulamentado.²⁵⁴ Note-se que os riscos da negociação de instrumentos financeiros derivados OTC são exatamente os mesmos riscos da negociação em mercados regulamentados, todavia, nestes últimos são implementadas formas de mitigação de riscos, nomeadamente através das regras de negociação, da exigência de interposição de contraparte central, no caso, pela OMIClear, e da padronização dos contratos. Todos estes factos levam a que, aquando da realização de operações bilaterais, os agentes de mercado desenvolvam mecanismos internos para mitigar os riscos daqui advenientes²⁵⁵.

²⁵² De referir que no período entre 2007 e 2010, não dispomos de dados sobre os volumes de energia negociados fora do mercado regulamentado do MIBEL (OTC não registado).

²⁵³ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Derivados”, p.108.

²⁵⁴ JOHN PETER CASTAGNINO considera mesmo que apenas participantes profissionais do mercado como *dealers* e investidores dotados de grande sofisticação participam no mercado de balcão, in “Derivatives...”

²⁵⁵ A respeito dos procedimentos a serem tomados pelas contrapartes que negoceiem através de operações bilaterais, vide, JOHN PETER CASTAGNINO, “Derivatives...”, pg.184 e sgs.

Neste contexto, em mercados, como sendo o da energia elétrica, a maioria das operações de derivados OTC são celebradas ao abrigo de relações bilaterais entre os agentes de mercado através do recurso aos contratos padronizados ISDA²⁵⁶.

O recurso a estes contratos quadro conforme analisado, torna a operação bilateral tão padronizada quanto a operação realizada em mercado, sendo aqui de se referir que permite também às partes protegerem-se de situações de incumprimento. Esta proteção é dada, através do designado processo de *netting* que contribui para a redução do risco de crédito entre as partes, permitindo a compensação “de posições devedoras numa transação com posições credoras nessa e noutras transações”, com especial enfoque para o *close-out netting* (*compensação bilateral com vencimento antecipado*)²⁵⁷.

A cláusula de *close-out netting*, respeita as situações de incumprimento das obrigações por uma das partes quando esteja em causa um dos eventos de incumprimento previstos na secção 5 do referido MA. Conforme SOFIA MACHADO relata, quando esta cláusula seja ativada, os seus mecanismos podem resultar na a) resolução de todas as transações pendentes entre as partes, b) na cessação imediata das obrigações de pagamento acordadas no âmbito das transações e documentadas nas *confirmations*, c) nascimento de uma obrigação de pagamento de um montante único a ser determinado de acordo com as regras do contrato, tendo em conta que o mesmo poderá ser ajustado consoante as transações tenham sido resolvidos na sequência de um *event default* ou de um *terminantion event*.²⁵⁸

Desta forma, sabendo-se que os agentes de mercado assinam entre si estes contratos quadro, os riscos da relação bilateral estabelecida são minimizados, na medida em que a padronização destes acordos visa precisamente: i) promover práticas eficientes que permitam o correto desenvolvimento do negócio contratualizado; ii) a promoção de práticas de boa gestão de risco; e iii) a padronização da conduta comercial²⁵⁹.

Por outro lado, conforme referido anteriormente, a negociação OTC pode ser alvo de registo na OMIClear ou na BME Clearing²⁶⁰.

²⁵⁶ Vide ponto 3.2 do Capítulo I do presente relatório

²⁵⁷ No que respeita ao processo de compensação, além deste nível existe ainda o *payment netting*, mas tendo em conta o presente trabalho, invoco este estudo para doura doutrina vide, SOFIA MACHADO, “Close-out e DAVID MENGLE in “ *The importance ...*”

²⁵⁸ Cfr. SOFIA MACHADO, “Close-out...” p.15.

²⁵⁹ A respeito dos acordos ISDA vide, JAN DALHUISEN “Dalhuisen on...”

²⁶⁰ Vide, ponto 6, Capítulo III do presente relatório

Conforme demonstrado na figura 8, é clara a predominância de negociação em OTC não registado. De facto, a evolução da quota de mercado da OMIClear (figura 8) demonstra o acréscimo do registo de operações OTC junto da contraparte central. Uma análise detalhada da informação, permite constatar que muito embora o volume de OTC puro negociado tenha decrescido consideravelmente no período de 2011 para 2012, o registo de operações OTC na OMIClear registou um crescimento, tendência que se vem consolidando com o passar dos anos²⁶¹.

Uma das razões que se presume que tenha contribuído para o aumento do registo de OTC no OMIP/OMIClear terá sido a imposição da obrigação da comunicação de transações aos repositórios de transação, nos termos definidos no artigo 9.º do EMIR. Nestes casos, a obrigação de reporte pode ser delegada na contraparte central.

A obrigatoriedade de reporte de transações tem como principal objetivo “permitir a deteção de potenciais situações de abuso de mercado”. A ratio normativa da obrigação de comunicação das transações de instrumentos derivados, no caso sobre transações cujo subjacente se encontre admitido à negociação, prende-se com a necessidade de controlar e supervisionar situações de abuso de mercado que ponham em causa a credibilidade e a confiança no mercado.

Também com esse objetivo foi estabelecida obrigação semelhante no Reg. da CMVM nº 2/2011. Porém, importante aqui referir que este dever de reporte, resultou primeiramente da DMIF que não abrange os derivados sobre energia como é o caso do OMIP. No entanto, esta obrigação explanada no EMIR já respeita a todos os instrumentos financeiros derivados, incluindo por isso os relativos a energia.

Também a obrigação de compensação junto de uma CCP das operações sobre determinadas classes de derivados prevista no artigo 4.º do EMIR, bem como a obrigatoriedade de implementação de técnicas de mitigação de risco, veio fomentar o registo das operações bilaterais.

Deste modo, cumpre concluir que o facto de o OMIP aceitar o registo de operações bilaterais (OTC) traz não só liquidez ao mercado, como também vantagens para as partes que, por essa via, poderão registar as suas operações para compensação junto da OMIClear.

²⁶¹ Em consonância com o aqui registado, os valores de negociação em contínuo, conforme supra analisado também evoluíram no mesmo período e desde então a sua tendência é de crescimento.

As vantagens na compensação têm a ver com a mitigação de riscos inerentes à negociação bilateral, especialmente risco de contraparte, e na prevenção de falhas de liquidação das operações ou incumprimento das partes. Através da compensação de operações em contrapartes centrais, o risco de crédito é concentrado naquelas entidades e a estabilidade dos mercados financeiros fica reforçada.

O novo paradigma regulatório na área do *post trading* é uma consequência direta da recente crise financeira, a qual expôs as deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros.

As crises financeiras “não são nem acidentes, nem o resultado de erros políticos, mas o resultado do funcionamento normal da economia, precisando que são a consequência da atividade de procura de lucro na nossa economia, uma economia que usa mercados descentralizados não apenas para produzir e distribuir, mas também para negociar em ativos de capital e em investimentos financeiros²⁶². ”

É preciso termos consciência que “as estruturas financeiras, ao contrário do que esperávamos, são dotadas de uma certa fragilidade, o que permite o desencadeamento de comportamentos incoerentes, característicos de uma crise financeira”, de acordo com o pensamento de MINSKY, conforme o cita JOSÉ QUELHAS²⁶³.

Uma das grandes tónicas da recente crise financeira foi a negociação de derivados para uso especulativo. Neste contexto, segundo KINDLEBERGER, “ enquanto os processos especulativos se aproximam do auge, a especulação tende a afastar-se de objetos facilmente avaliáveis no mercado e a incidir sobre objetos difíceis de apreçar. Deste modo, tal movimento propicia a proliferação de transações ardilosas, opacas, intrincadas, particularmente para os últimos operadores seduzidos pelo estímulo especulativo.²⁶⁴”

Com as recentes iniciativas regulatórias prevê-se que a negociação de OTCs puros deixe de ser tão atrativa para os agentes de mercado, face à densificação das obrigações impostas às contrapartes em transações de derivados (obrigatoriedade de negociação em plataforma organizada, obligatoriedade de reporte de operações e obligatoriedade de compensação junto de contraparte central, entre outras).

²⁶² Cfr. JOSÉ QUELHAS, “Sobre as Crises...”

²⁶³ Cfr. JOSÉ QUELHAS, “Sobre as Crises ...”

²⁶⁴ Cfr. JOSÉ QUELHAS, “Sobre as Crises ...”

Este facto parece ter sido a causa do aumento do registo dos negócios realizados em OTC, como demonstra a figura 8, e parece ter impactado, embora de forma menor, a negociação em contínuo no mercado regulamentado a prazo do MIBEL.

Em períodos de instabilidade financeira, os riscos inerentes à contratação de OTC puro reforçam a importância da segurança e da transparência, características dos mercados regulamentados, bem como as vantagens da compensação através de contrapartes centrais.

Quanto ao mercado a prazo gerido pelo OMIP, e aos mercados de energia elétrica em geral, cumpre referir que os agentes de mercado, que normalmente se conhecem comercialmente, tendem a estabelecer entre si relações contratuais duradouras baseadas em confiança, não percecionando elevado risco de crédito na contraparte, consequentemente, deixando cair por terra as vantagens reconhecidas nos mercados regulamentados e utilização de contrapartes centrais.

Nestes casos, os agentes na ponderação do *trade off* entre os custos associados à negociação através destas estruturas de mercados e as vantagens obtidas, optam pela negociação fora de mercado regulamentado exatamente pela confiança que depositam nas relações já existentes entre os vários participantes.

2.3– DESAFIOS FUTUROS

Feitas as considerações sobre a evolução do mercado a prazo do MIBEL e da sua liquidez, cumpre agora abordar as questões com impacto na evolução futura do mercado.

Conforme desenvolvido acima, a recente crise financeira expôs a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados financeiros, nomeadamente na temática da negociação em mercado de balcão.

Nessa perspetiva, o legislador europeu procedeu a alterações substanciais da DMIF que resultaram na aprovação da DMIF II e da MiFID II.

Este novo pacote normativo tem um impacto significativo a vários níveis, nomeadamente ao nível das estruturas de mercado. No que respeita ao potencial impacto nos mercados regulamentados, o OMIP reforçou a importância desta reforma legislativa, nomeadamente na clarificação do conceito de instrumentos financeiros e no fomento da liquidez (*market making*).

A questão da clarificação do conceito de instrumento financeiro e das isenções aplicáveis às pessoas que atuam nos mercados previstas nesta matéria reveste especial importância, tendo sido assinalado pelo OMIP como pontos sensíveis, dada a potencial consequência de migração da liquidez dos mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral para sistemas de negociação organizados (OTF) ou mesmo negociação bilateral²⁶⁵.

Por um lado, contrariamente à atual definição de instrumentos financeiros (*vide* Anexo I do presente relatório), a alteração proposta ao Anexo 1, número 6, da DMIF II considera instrumentos financeiros as “opções, futuros, *swaps* e quaisquer outros contratos de derivados de mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física desde que sejam negociados num mercado regulamentado, num MTF ou num OTF, com exceção dos produtos energéticos grossistas negociados num OTF que só possam ser liquidados mediante entrega física”.

Ora, esta norma, ao impor um regime de exceção para os produtos energéticos grossistas negociados em OTF que sejam liquidados mediante entrega física, poderá facilitar o desvio por parte dos membros negociadores de mercados regulamentados para outras plataformas de negociação. A ocorrência de migração nestes moldes resultaria numa perda de liquidez do mercado gerido pelo OMIP em detrimento do recurso a outras plataformas organizadas como os OTF’s para negociação, como forma de evitarem que assim lhes sejam aplicadas todas as regras exigíveis à contratação de derivados.

Por outro lado, a matéria das isenções relativas às entidades não financeira poderá também ter um impacto significativo no funcionamento do mercado.

Desta feita, de acordo com as isenções facultativas determinadas no âmbito do artigo 3º, alínea d), da DMIF II, estão abrangidas as pessoas que sendo do Estado-Membro de origem sejam autorizadas e que “prestem serviços de investimento exclusivamente em mercadorias, licenças de emissão e/ou derivados destas últimas exclusivamente para efeitos de cobertura de riscos comerciais dos seus clientes, quando esses clientes forem exclusivamente empresas de eletricidade locais definidas no artigo 2.º, ponto 35, da Diretiva 2009/72/CE e/ou empresas de gás natural definidas no artigo 2.º, ponto 1, da Diretiva 2009/73/CE, e desde que esses clientes detenham conjuntamente 100 % do capital ou dos direitos de voto dessas pessoas, exerçam conjuntamente o controlo e estejam isentos ao abrigo do artigo 2.º, n.º 1, alínea j), da presente diretiva, caso prestem eles próprios esses serviços de investimento.

²⁶⁵ Acerca dos OTF vide ponto 3.2 do Capítulo II do presente relatório.

Ora, tal norma poderá resultar numa diminuição do número de agentes no mercado por abandono do mercado, já que o esforço de adaptação levaria a que entidades de pequena e média dimensão se tivessem de constituir como empresas de serviços de investimento para permanecerem nos mercados aquando dos requisitos impostos pela DMIF II. Em consequência, a liquidez do mercado poderá ser afetada, na medida em que os membros irão recorrer a outras plataformas de negociação, não organizadas, de forma a evitar os custos de adaptação a uma normativa de cariz financeiro.

A conjugação destes fatores poderá resultar no aumento da negociação bilateral, na diminuição da transparência e na fragmentação da liquidez de mercados, como o MIBEL.

Por fim, desde da criação do mercado organizado a prazo do MIBEL que o OMIP, enquanto entidade gestora do mercado, se tem empenhado no sentido de promover a liquidez do mercado.

Nesse sentido, conforme analisámos foram adotadas medidas para a diversificação dos contratos disponibilizados, merecendo agora referência a celebração de um acordo de cooperação para o registo de derivados e para a listagem dos seus produtos entre o OMIP e a OMIClear com a *European Energy Exchange* e com a sua subsidiária a *European Commodity Clearing*.

Em resultado do referido acordo de cooperação, desde o início de 2014 que a EEX disponibiliza aos seus membros negociadores o registo de contratos de futuros financeiros cujo ativo subjacente corresponde ao índice de eletricidade espanhola - Futuros SPEL Base Financeiros. De momento, também no sentido de diversificação dos produtos oferecidos, o OMIP e a OMIClear pretendem admitir à negociação produtos com subjacente alemão (*Phelix Futures*) e francês (*French Financial Futures*). De acordo com o comunicado de imprensa, estas entidades irão “utilizar os mesmos preços de referência de mercado para cada produto de forma a assegurarem elevados níveis de desempenho na gestão de risco e liquidação dos produtos derivados.”²⁶⁶

As medidas explicitadas promovem a liquidez para ambos os mercados, na medida em que se assistirá a uma expansão quer dos produtos franceses e alemães aos membros ibéricos, como os produtos ibéricos estarão acessíveis além-fronteiras ibéricas.

²⁶⁶ Conforme o comunicado de imprensa, disponível em: http://www.omip.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Da-G6_zzinE%3D&tabid=100&mid=660&language=es-ES

De acordo com o OMIP, esta iniciativa irá traduzir-se num aumento global dos volumes negociados, permitindo que os produtos ibéricos sejam disponibilizados a um maior número de agentes.

Nas palavras do OMIP, o estabelecimento deste acordo com um “agente proeminente no mercado pan-europeu de energias” dará aos clientes “acesso a um portfolio mais abrangente de produtos de eletricidade, ofertas mais competitivas e a oportunidade de obter vantagens na negociação dos futuros de eletricidade mais representativos do mercado pan-europeu”²⁶⁷,

No mesmo sentido, refere o *Chief Risk Officer* da EEX e da ECC que a integração destas entidades permitirá “melhorias ao mercado como um todo e a contribuir para o objetivo de comum de integrar o mercado europeu.”²⁶⁸,

Neste contexto, há que destacar os esforços dos governos de Portugal, Espanha e França no desenvolvimento das interligações elétricas, sendo de prever a assinatura por parte dos três países de uma “declaração conjunta na qual se comprometem a trabalhar em conjunto para que a península ibérica deixe de ser uma ilha do ponto de vista energético, isolada do resto da Europa”²⁶⁹. Uma interligação elétrica desta magnitude seria um passo fundamental para a prossecução e alcance do tão desejado mercado interno de energia, “o que por sua vez se poderá traduzir em preços mais baixos para os consumidores, em investimentos mais eficientes em energia renovável e em melhor segurança energética.”

Note-se que as interligações elétricas entre Espanha e França assumem uma importância reforçada para o nosso país, na medida em que “independentemente das ligações com Espanha tem de contar com a ligação através dos Pirinéus para poder exportar para o resto da União Europeia eletricidade gerada a partir de energias renováveis”²⁷⁰.

A criação de um mercado europeu único da energia tem sido um dos objetivos da União Europeia, nesse sentido o desenvolvimento das interconexões permitirão atingir “*uma rede europeia plenamente interconectada é um dos requisitos primordiais para alcançar o objetivo último da União Energética, isto é garantir uma energia segura, acessível e*

²⁶⁷ Cfr. Comunicado de Imprensa disponível em:

http://www.omip.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Da-G6_zzinE%3D&tabid=100&mid=660&language=es-ES

²⁶⁸ Cfr. Comunicado de Imprensa disponível em:

http://www.omip.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Da-G6_zzinE%3D&tabid=100&mid=660&language=es-ES

²⁶⁹ Artigo disponibilizado pelo jornal I online, disponível em: <http://www.ionline.pt/artigos/portugal/passos-pede-mais-projectos-interligacoes-entre-espanha-franca>

²⁷⁰ Artigo disponibilizado em

<http://www.rtp.pt/noticias/index.php?article=809158&tm=6&layout=121&visual=49>

*sustentável, como instrumento fundamental para reforçar a competitividade da indústria europeia e, por conseguinte, o crescimento e a criação de emprego na União Europeia.*²⁷¹”

A adaptação ao novo enquadramento legal e regulamentar, o aumento da concorrência ao nível da negociação de produtos derivados de energia na Europa e a estabilização dos enquadramentos legais e regulatórios na Península Ibérica são fatores importantes no desenvolvimento do mercado, constituindo desafios para um mercado como o MIBEL nomeadamente com impacto na sua liquidez e nos volumes transacionados de energia no mercado regulamentado.

²⁷¹ Cfr. Declaração de Madrid “Cimeira para as Interconexões energéticas Espanha-França-Portugal- Comissão Europeia-BEI”, Madrid, 4 de Março de 2015, disponível em <http://www.portugal.gov.pt/media/5460668/20150304-pm-dec-pt-esp-fr-interligacoes-energeticas.pdf>

CONCLUSÃO

A negociação no mercado de derivados do MIBEL ocorre através do recurso à plataforma organizada gerida pelo OMIP ou através da realização de operações bilaterais, que poderão ser posteriormente objeto de compensação junto da OMIClear ou da BMEClearing.

Conforme referido, os mercados regulamentados como o do OMIP assentam nos seguintes princípios e regras: transparência e segurança que tornam a negociação no seu seio mais segura para os *players* através dos seus mecanismos de eficiência operacional, de resistência perante as adversidades e de regulação das operações e interposição obrigatória da contraparte central para todas as operações realizadas em mercado, assegurando os riscos adjacentes às operações, nomeadamente o risco sistémico, o risco de liquidação e o risco de contraparte.

Contrariamente, a negociação em OTC caracteriza-se pela falta de transparência e de segurança das partes na medida em que a sua exposição aos referidos riscos é total, o que consequentemente provoca riscos na própria estabilidade financeira dos mercados.

De acordo com o estudo realizado a respeito da evolução da negociação no mercado MIBEL, averiguamos que o mercado de derivados organizado do MIBEL regista um menor número de transações e consequentemente um menor volume de energia transacionada, do que o mercado OTC, apresentando por isto uma liquidez inferior.

São vários os fatores que contribuem para estes resultados, merecendo especial destaque as relações comerciais de confiança estabelecidas entre as partes que, através do seu recurso aos ISDA ficam reforçadas, na medida em que todos os termos em que são celebradas as transações ficam estabelecidos. Aliás, conforme referimos a celebração destes contratos preveem até mecanismos de compensação quando ocorra uma situação de incumprimento, a referida cláusula *close-out netting*.

No entanto, conforme referimos, o tema dos derivados de OTC tem sido um dos mais polémicos no seio da discussão regulatória comunitária, tendo sido adotadas diversas regras, que pretendem dotar de maior transparência e segurança a negociação destes derivados.

De entre estes esforços merece destaque a obrigatoriedade de reporte de todas as transações de derivados a um repositório de transações, dado que com a implementação desta regra passa a ser exigível para determinadas classes de derivados²⁷² a compensação obrigatória das operações através de contrapartes centrais. Para as classes não abrangidas, como será à partida

²⁷² Relembre-se que as classes de derivados ainda não foram estipuladas pela ESMA.

o caso da energia elétrica, tornou-se obrigatório o estabelecimento de técnicas de mitigação de risco, como troca de garantias, a confirmação, a compressão de portfólios de transações e medidas de resolução de disputas entre as partes numa transação.

Com a implementação das referidas regras, no período de 2011/2012, verificámos uma redução da negociação pura de OTC em detrimento de um aumento do OTC registado no OMIP, denotando-se em simultâneo um crescimento no que respeita à negociação em contínuo. Na verdade, os esforços por parte da Comissão Europeia têm sido no sentido de captar cada vez mais as operações realizadas em OTC para o mercado, nem que seja por via do *clearing* centralizado. Desta forma, a captação do registo das operações bilaterais junto da OMIClear por intermédio do OMIP afigura-se como mais uma fonte de receitas para o mercado a prazo do MIBEL contribuindo para a sua liquidez.

Deste modo, percecionámos a assunção da contraparte central como a figura mais importante no seio dos mercados financeiros, projetando-se para o futuro que todas as transações de derivados tenham que ser compensadas centralmente numa contraparte central.

A par do referido, o OMIP tem uma função essencial no fomento da liquidez do mercado que gere, na medida em que os participantes, com especial enfoque para os *market makers*, e os produtos disponibilizados são fatores que contribuem bastante para o crescimento líquido de um mercado. Neste contexto, na realização do presente relatório, averiguámos que de facto desde do início da sua criação que o mercado se agilizou de forma a promover tanto a aderência por parte de mais membros como a possibilitar a disponibilização de novos produtos.

Desta forma, apesar do referido, a liquidez do mercado a prazo gerido pelo OMIP tem tendência para manter o crescimento que se tem vindo a assistir, sendo que a OMIClear desempenhará um papel predominante nesse sentido. Por outro lado, há que reiterar que o principal contributo da existência deste mercado assenta no desenvolvimento do mercado ibérico de eletricidade, sendo este essencial para mais tarde alcançarmos o desejado mercado europeu de energia.

Em jeito de conclusão, refira-se que a adaptação ao novo enquadramento legal, bem como o aumento da concorrência ao nível da negociação de produtos derivados de energia na Europa são alguns dos principais desafios a serem superados pelo mercado a prazo organizado do MIBEL.

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, Carlos Ferreira de - “Contratos I. Conceito.Fontes.Formação”, Almedina, 3^a Edição, 2005
- “Contratos II. Conteúdo. Contratos de troca, Almedina, 2007”
- ALMEIDA, José Queirós - Contratos de intermediação enquanto categoria jurídica, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº24,[Em Linha], novembro 2006,[consultado em 30 de setembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>
- AMARAL, Luís Mira - ”Energia e Mercado Ibérico”, Booknomics, 2006
- ANASTÁCIO, Gonçalo -“ Regulação da Energia, in AAVV, Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo? Almedina, 2010
- ANTUNES, José Engrácia- “ Os instrumentos Financeiros”, Almedina, 2009.
- Os derivados, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº 30, [Em Linha],agosto de 2008, [consultado em 30 de setembro 2014], disponível <www.cmvm.pt>
- ASCENSÃO, José de Oliveira -“Derivados”, Direito dos Valores Mobiliários, vol. IV, Coimbra, 2003.
- ASSOCIAÇÃO DA BOLSA DE VALORES DO PORTO - “Introdução aos Mercados de Futuros e Opções”, Associação da Bolsa de Valores do Porto,1995
- “Funcionamento dos Mercados de Futuros e Opções”, 1995
- BREALY, Richard/ MYERS, Steward /MARCUS Alan - “*Fundamentals of Corporate Finance*”, 77th Edition, McGraw-Hill, 2012
- BORGES, Sofia Leite/ GONÇALVES, Catarina de - “A transposição em Portugal da DMIF e da Diretiva da Transparência”, *Actualidad Jurídica* Uría Menéndez, 2008.
- CÂMARA, Paulo – “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, Almedina, Coimbra, 2^a Edição, 2011.
- “Regulação e Valores Mobiliários” in AAVV, Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo? Almedina, 2010.

- A Regulação baseada em Princípios e a DMIF, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº 27 [Em linha] agosto 2007,[consultado em 5 de janeiro 2015], pp57-62, disponível em www.cmvm.pt
- CASTAGNINO, John Peter - “*Derivatives- The key principles*”, 3rd edition, Oxford, 2009
- CECCHETTI, Stephen/ GYNTELBERG, Jacob/ HOLLANDERS, Marc - “*Central counterparties for the over-the-counter derivatives*”, *Bis Quarterly Review*, [Em Linha], setembro 2009, [consultado em 15 de novembro], disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf>.
- CONSELHO DE REGULADORES DO MIBEL – “Descrição do Funcionamento do MIBEL.” [Em Linha], Lisboa, novembro 2009, [consultado em 20 de novembro 2014], disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Conselho%20Reguladores%20Mibel/Documents/Estudo_MIBEL_PT.PDF>
- COSTA, Andreia Pereira da/ LAGE, Sandra, MIBEL - Mercado a prazo: caracterização e implicações fiscais, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº25, [Em Linha], dezembro, 2005, [consultado em 1 de novembro], disponível em <www.cmvm.pt>
- CUNHA, Miguel - “Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado”, in *Direito dos Valores Mobiliários Volume I*, Coimbra Editora, 1999, pp.61-132.
- DA CRUZ, Luís Braga – A liberalização do sector da Energia, o MIBEL (Mercado Ibérico de Eletricidade) e o OMIP (Operador do Mercado Ibérico de Energia – Pólo Português), in “Europa, Novas Fronteiras – Revista do Centro de Informação Europeia Jacques Delors”, nº 22, 2008.
- DALHUSEIN, Jan - “*Dalhusein on International Commercial, Financial and Trade Law*”, 4 edition, Oxford and Portland Oregon, 2012.
- DIAS, Cristina Sofia - “ A propósito da Diretiva de Instrumentos e Mercados Financeiros: Notas Pessoais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº27, Agosto 2007,disponível em www.cmvm.pt
- DODD, Randall -“ The structure of OTC Derivatives markets”, *The financier*, vol.9, nº1-3, [Em Linha], 2002,[consultado em 22 de novembro 2015], disponível em: <www.the-financier.com>.

ESTEVEES, Paulo Sena - “ Derivados sobre Mercadorias e o Mercado Ibérico de eletricidade”, Direito dos Valores Mobiliários, Volume VII, 2007, pp.41-56.

FERREIRA, Amadeu José - “Lições de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários”, publicado para utilização exclusiva dos alunos, disponível em www.fd.unl.pt.

- “Lições de Direito de Mercado de Capitais”, publicado para utilização dos alunos do *Master in Law and Management*

- “Um código dos Instrumentos Financeiros? Algumas notas soltas”, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Almedina, 2011

- “Ordem de Bolsa”, *ROA*, 1992.

- “Operações de futuros e opções”, em Direito dos valores mobiliários, Lisboa 1997.

- “Direito dos Valores Mobiliários”, AAFDL, 1997.

GIBSON,Paul / MIKROULIS, Kimon / Ó BRAONÁIN, Cian - “*Crossing: The sapient Journal of Trading and Risk Management*”, [Em Linha], [consultado em 10 de janeiro], disponível em:

<http://www.sapient.com/content/dam/sapient/sapientglobalmarkets/pdf/thought-leadership/CROSSINGS_Fall14_MIFIDII.pdf>

GONÇALVES, Renato- Nótulas Comparatísticas sobre os conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento Financeiro do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código dos Valores Mobiliários, “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários ”, nº19, [Em Linha],dezembro 2004, pp.94-103, [consultado em 2 de 20 de setembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>

HULL, John - “*Options, Futures and Other Derivatives*”, 6th edition, Pearson Prentice Hall

LEITÃO, Luís Menezes, “Direito das Obrigações”, Vol. I, 7ª edição, Almedina, 2008

MACHADO, Sofia *Close-out netting* e *Set-off* da validade e eficácia das cláusulas de *close-out netting* e *set-off* nos contratos sobre instrumentos financeiros, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº17, [Em Linha], agosto2003,pp.9-17, [consultado em 15 de janeiro 2015], disponível em: < www.cmvm.pt>

- MACHADO, Catarina - “A ESMA e a Arquitetura de Supervisão Financeira Europeia”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº37, [Em Linha], dezembro 2010, pp.70-104, [consultado em 15 de janeiro 2015], disponível em: < www.cmvm.pt >.
- MATOS, Nuno - “ Produtos Financeiros Complexos – Regulamento da CMVM Nº 1/2009- Sua análise e reflexão para futuras modificações”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº37, [Em Linha], dezembro 2010, pp.34-55, [consultado em 2 de novembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>
- MENGLE, David - “ *The importance of close-out Netting*”, in ISDA Research Notes, Number 1, [Em Linha], 2010, [consultado em 15 de janeiro de 2015], disponível em: <<http://www.isda.org/researchnotes/pdf/Netting-ISDAResearchNotes-1-2010.pdf>>
- MOURATO, Hélder - SWAP de Taxa de Juro: A primeira Jurisprudência, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº44, [Em Linha], abril 2013, pp.30-44, [consultado a 22 de novembro 2014], disponível em: www.cmvm.pt
- PEIXOTO, João Paulo, “Futuros e Opções, McGrawHill, 1995
- “Funcionamento das Bolsas de Derivados”, McGrawHill, 1999
- PEREIRA, Carla Dias - Internalização Sistemática - Subsídios para o estudo de uma nova forma organizada, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº27, [Em Linha], agosto 2007, pp.149-160, [consultado em 25 de novembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>
- PEREIRA, Maria de Lurdes/ MÚRIAS, Pedro – “Sobre o conceito e a extensão do sinalagma”, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Oliveira Ascensão, Coimbra 2008, I, disponível em <<http://muriasjuridico.no.sapo.pt/wSinalagmaFinal.pdf>>
- PINA, Carlos Costa - “ Instituições e Mercados Financeiros”, Almedina, 2005.
- QUELHAS, José Manuel - “Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro –Novos Produtos Financeiros”, Coimbra, 1996.
- “Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática”, Almedina, 2012.

SANTOS, André - Os Sistemas de Negociação Multilateral: uma Perspetiva Jurídica Atual, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº42, [Em Linha], agosto 2012, [consultado em 22 de novembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>

SOARES, António- Mercados Regulamentados e Mercados Não Regulamentados, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº7, [Em Linha] abril 2000, pg.272 - 287 [consultado em 25 de setembro 2014], disponível em: <www.cmvm.pt>.

WOOD, Philip R.- “*Title Finance, Derivatives, Securitizations, Set-off and Netting*”, London, Sweet&Maxwell, 1995.

VIERA, André de Sousa/ MACHADO, Sofia Santos - *La contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: el “Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)”* in “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, Año XXIX, julho-setembro, 2010.

VARELA, Antunes - “Das obrigações em Geral, vol. II, 10ª Edição, Almedina Editora, Coimbra.

VIDAL, Isabel - O impacto da DMIF no MIBEL, in “Cadernos dos Valores Mobiliários”, nº 27, [Em Linha],agosto 2007,pp.161-179, [consultado em 22 de novembro 2014], disponível em <www.cmvm.pt>.

CONTRERAS VILCHES, Alfonso de -“*El contrato de futuros financieros*”, Marcial Pons, 2006

DOCUMENTOS ELETRÓNICOS

DECLARAÇÃO DE MADRID - “Cimeira para as Interconexões energéticas Espanha – França – Portugal - Comissão Europeia – BEI”, [Em Linha], 4 de março de 2015, [consultado em 10 de março], disponível em: <<http://www.portugal.gov.pt/media/5460668/20150304-pm-dec-pt-esp-fr-interligacoes-energeticas.pdf>>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICO – “Manual de Procedimentos do Mecanismo de Gestão Conjunta da Interligação Portugal-Espanha”,[Em Linha], Junho 2007, [consultado em 23 de janeiro 2015], disponível em: <<http://www.erse.pt/pt/electricidade/regulamentos/acessoasredesaasinterligacoes/Documents/>>

[Manual%20de%20Procedimentos%20da%20Gest%C3%A3o%20Conjunta%20da%20Interliga%C3%A7%C3%A3o%20Portugal%20-%20Espanha.pdf>](#)

CONFERÊNCIA DE IMPRENSA – “Cooperação da EEX, ECC, OMIP e OMIClear no Registo de Derivados de Eletricidade”, [Em Linha], 12 de Dezembro 2014, [consultado em 5 de Janeiro de 2015], disponível em: < http://www.omip.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Da-%20G6_zzinE%3D&tabid=100&mid=660&language=es-ES>

JORNAL I - “Passos pede mais projetos de interligações entre Espanha e França”, [Em Linha], 4 de Março 2015, [consultado em 10 de Março], disponível em: <<http://www.ionline.pt/artigos/portugal/passos-pede-mais-projectos-interligacoes-entre-espanha-franca>>

LUSA – “As interligações elétricas entre Espanha e França são o motivo da cimeira tripartida Espanha-Portugal-França, esta quarta-feira em Madrid, mas o recente protesto de Lisboa e Madrid à Comissão Europeia sobre a Grécia poderá dominar a agenda política”, [Em Linha], 3 de Março 2015, [consultado em 10 de Março], disponível em: <http://www.rtp.pt/noticias/index.php?article=809158&tm=6&layout=121&visual=49>

ANEXOS

ANEXO I

Elenco de Instrumentos Financeiros na aceção da DMIF

“Secção C

Instrumentos financeiros”

- 1) Valores mobiliários;
- 2) Instrumentos do mercado monetário;
- 3) Unidades de participação em organismos de investimento coletivo;
- 4) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro;
- 5) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão);
- 6) Opções, futuros, swaps e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que possam ser liquidados mediante uma entrega física, desde que sejam transacionados num mercado regulamentado e/ou num MTF;
- 7) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 e não destinados a fins comerciais, que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são compensados ou liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem;
- 8) Instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito;
- 9) Contratos financeiros por diferenças (*financial contracts for differences*).
- 10) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para

rescisão), bem como quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a ativos, direitos, obrigações, índices e indicadores não mencionados na presente Secção e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado ou num MTF, se são compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem.

ANEXO II

Períodos de entrega e de Negociação relativos aos Contratos Futuros²⁷³

| Contrato de Futuro Semanal | |
|-----------------------------------|---|
| Contratos em negociação | Estão a todo o momento abertos à negociação três contratos cujos períodos de entrega correspondem às 3 semanas mais próximas. |
| Primeiro dia de negociação | Ocorre na primeira Sessão de negociação de cada semana que iniciou a entrega, ou seja, na primeira sessão de negociação da semana S é aberto à negociação o contrato com entrega na semana+ |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao dia de negociação anterior à antevéspera do primeiro dia de entrega que por sua vez ocorre na segunda-feira de cada semana ²⁷⁴ . |
| Primeiro dia de Entrega | Ocorre na segunda-feira de cada semana |
| Último dia de entrega | Ocorre no domingo de cada semana |

| Contrato de Futuro Mensal | |
|-----------------------------------|---|
| Contratos em negociação | A todo o momento estão abertos à negociação contratos que correspondam aos 3, 4 ou 5 meses mais próximos ²⁷⁵ . |
| Primeiro dia de negociação | Ocorre na primeira sessão de negociação do trimestre anterior ao trimestre que inclui o mês em causa. |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao dia de negociação anterior ao dia de entrega, sendo que este ocorre no primeiro dia de calendário de cada mês. |

²⁷³ A informação aqui obtida recolhida das Cláusulas Contratuais Gerais do OMIP disponível em www.omip.pt

²⁷⁴ O último dia de entrega do ativo subjacente ao contrato ocorre no domingo de cada semana

²⁷⁵ Contratos lançados numa base trimestral em blocos de 3.

| | |
|--------------------------------|--|
| Primeiro dia de Entrega | Ocorre no primeiro dia de calendário de cada mês |
| Último dia de entrega | Ocorre no último dia de calendário de cada m |

| Contrato de Futuros Trimestral | |
|---------------------------------------|---|
| Contratos em negociação | Estão abertos à negociação os contratos cujos períodos de entrega correspondem aos 4, 5, 6 ou 7 trimestres mais próximos |
| Primeiro dia de negociação | No primeiro dia de negociação de cada ano inicia-se a negociação dos 4 contratos trimestre do ano seguinte, sendo que estes apenas são lançados uma vez por ano, em blocos de 4. |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao primeiro dos seguintes dias :i) dia da negociação anterior à antevéspera do primeiro dia de entrega e ii) dia de negociação anterior ao último dia de negociação do contrato mês adjacente |
| Primeiro dia de Entrega | Ocorre no primeiro dia de calendário de cada trimestre |
| Último dia de entrega | Ocorre no último dia de calendário de cada trimestre |

| Contrato de Futuros Anual | |
|-----------------------------------|--|
| Contratos em negociação | A todo o momento estão abertos à negociação os contratos anos cujos períodos de entrega correspondem aos três anos mais próximos |
| Primeiro dia de negociação | Ocorre na primeira sessão de negociação do terceiro ano anterior ao ano do período de entrega |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao primeiro dia de negociação anterior à antevéspera do primeiro dia de entrega e ao dia de negociação anterior ao último dia de negociação do primeiro contrato mês subjacente ²⁷⁶ . |
| Primeiro dia de Entrega | 1 de Janeiro do ano em causa |
| Último dia de entrega | 31 de Dezembro do ano em causa |

No que respeita aos Contratos de Futuros MIBEL Base de Liquidação financeira, estão ainda disponíveis mais duas categorias de contratos tendo por referência os ciclos de vencimento.

| Contrato de Futuro Dia | |
|-----------------------------------|--|
| Primeiro dia de negociação | O primeiro dia de negociação ocorre no último dia de negociação da semana anterior |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao dia da negociação anterior ao dia de entrega ²⁷⁷ |

²⁷⁶ Neste sentido refira-se o primeiro dia de entrega o dia 1 de Janeiro do ano em causa e dia 31 de Dezembro como o último dia de entrega

²⁷⁷ Deste modo, findo o período de negociação do contrato dá-se imediatamente início ao período de entrega (com início às 00h e termo às 24h do dia de entrega).

| Contrato de Futuro Fim de Semana | |
|---|--|
| Primeiro dia de negociação | O primeiro dia de negociação ocorre no último dia de negociação da semana anterior |
| Último dia de Negociação | Corresponde ao dia da negociação anterior ao primeiro dia de entrega |

No que respeita a estes dois últimos contratos, o OMIP determina ainda que, nos casos em que o último dia de negociação coincide com o dia anterior ao dia de entrega nessa sessão de negociação, apenas é permitido o registo de operações bilaterais (OTC) de contratos dia, encerrando-se a negociação em contínuo e em leilão na sessão de negociação anterior.

ANEXO III

Períodos de Negociação relativos aos Contratos Opções²⁷⁸

| Opção Mês | |
|-----------------------------------|--|
| Contratos em negociação | Estão abertos à negociação os contratos de Opções cujos contratos de futuros subjacentes possuem períodos de entrega correspondentes aos <u>dois meses mais próximos</u> , podendo, pontualmente, existir apenas um mês em negociação (em concreto apenas existe uma classe de Opções mensal nos últimos 6 dias de negociação do mês de dezembro e nos 2 últimos dias de negociação de cada um de todos os outros meses do ano) |
| Primeiro dia de negociação | O primeiro dia de negociação do contrato de opção com subjacente relativo a um dado mês ocorre na primeira sessão de negociação do segundo mês de calendário anterior |
| Último dia de Negociação | Para os contratos de Opções com subjacentes correspondentes ao mês de janeiro de cada ano, o respetivo UDN ocorre 6 dias de negociação antes do UDN do correspondente contrato de futuro |

²⁷⁸ A informação aqui obtida recolhida das Cláusulas Contratuais Gerais do OMIP disponível em www.omip.pt

| Opção Trimestre | |
|-----------------------------------|---|
| Contratos em negociação | Estão abertos à negociação os contratos de Opções cujos contratos de futuros subjacentes possuem períodos de entrega correspondentes aos <u>dois trimestres mais próximos</u> , podendo, pontualmente, existir apenas um trimestre em negociação (em concreto, apenas existe uma classe trimestral de Opções nos últimos 2 dias de negociação dos meses de março, junho e setembro e nos 6 últimos dias de negociação de dezembro) |
| Primeiro dia de negociação | O primeiro dia de negociação do contrato de opção com subjacente relativo a um dado trimestre ocorre na primeira sessão de negociação do segundo trimestre de calendário anterior |
| Último dia de Negociação | (i) para os contratos de Opções com subjacentes correspondentes ao 2º, 3º e 4º trimestre de cada ano, o respetivo UDN ocorre 2 dias de negociação antes do UDN do correspondente Futuro subjacente; |

| Opção Anual | |
|-----------------------------------|--|
| Contratos em negociação | Estão abertos à negociação os contratos de Opções cujo contrato de futuro subjacente possui um período de entrega correspondentes <u>ao ano seguinte</u> , sendo que nos últimos seis dias de cada ano não há nenhum Contrato em negociação. Cada contrato de Opções anote quatro datas de vencimento, nos finais de março, junho, setembro e dezembro. |
| Primeiro dia de negociação | O primeiro dia de negociação do contrato de opções com um Futuro subjacente relativo a um dado ano ocorre na primeira sessão de negociação do ano anterior |
| Último dia de Negociação | (i) para as datas de vencimento de março, junho e setembro, o UDN dos contratos de Opções anuais ocorre 2 dias de negociação antes do UDN do Futuro trimestral que vence nesse mês; (ii) para a data de vencimento de dezembro, o UDN dos contratos de Opções anuais ocorre 6 dias de negociação antes do UDN do respectivo Futuro subjacente. |

ÍNDICE DE ANEXOS

| | |
|--|----|
| Anexo I - Elenco de Instrumentos Financeiros na aceção da DMIF | 91 |
| Anexo II - Períodos de entrega e de Negociação relativos aos Contratos Futuros | 93 |
| Anexo III - Períodos de Negociação relativos aos Contratos Opções | 97 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 - Organograma do Operador do Mercado Ibérico | 32 |
| Figura 2 – Evolução da negociação no mercado de derivados do MIBEL (2007-2014) | 64 |
| Figura 3 - Negociação no mercado de derivados do MIBEL – Ano 2014 | 65 |
| Figura 4 – Evolução do volume negociado em contínuo no OMIP | 66 |
| Figura 5 – Peso das maturidades negociadas em 2014 em contínuo | 68 |
| Figura 6 – Evolução da negociação (MWh) dos contratos de futuros trimestrais | 71 |
| Figura 7 - Evolução da negociação (MWh) dos contratos de futuros semanais | 72 |
| Figura 8 – Evolução do volume negociado em OTC | 73 |

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO..... | 1 |
| CAPÍTULO I | 3 |
| A COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 3 |
| 1. O ESTÁGIO | 3 |
| CAPÍTULO II..... | 7 |
| REVISÃO DA LITERATURA | 7 |
| 1. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS | 7 |
| 2. INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS | 12 |
| 3. MERCADOS FINANCEIROS DE DERIVADOS..... | 16 |
| 3.1. MERCADO REGULAMENTADO | 16 |
| 3.2. MERCADO OVER-THE-COUNTER..... | 21 |
| CAPÍTULO III..... | 28 |
| MIBEL - O MERCADO IBÉRICO DE ENERGIA ELÉTRICA..... | 28 |
| 1. ENQUADRAMENTO HISTÓRICO..... | 28 |
| 2. DISPOSIÇÕES GERAIS: ACORDO DE SANTIAGO DE COMPOSTELA E COMPETÊNCIAS DE SUPERVISÃO..... | 30 |
| 3. O MERCADO A PRAZO DO MIBEL..... | 33 |
| 3.1 ESTRUCTURA FUNCIONAL E RESPECTIVOS MEMBROS DO MERCADO A PRAZO DO MIBEL | 36 |
| 3.1.1. A NEGOCIAÇÃO..... | 36 |
| 3.1.2. A COMPENSAÇÃO DAS OPERAÇÕES NEGOCIADAS | 39 |
| 3.1.3. A LIQUIDAÇÃO DOS CONTRATOS..... | 41 |
| 4. INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS ADMITIDOS À NEGOCIAÇÃO NO MERCADO A PRAZO REGULAMENTADO DO MIBEL | 42 |
| 4.1. OS CONTRATOS DE FUTUROS TRANSACIONADOS NO MIBEL..... | 43 |
| 4.1.1. CARACTERIZAÇÃO..... | 43 |
| 4.1.2. Cláusulas Contratuais Gerais: objeto | 45 |
| 4.2.1. CARACTERIZAÇÃO..... | 48 |
| 4.2.2. CLÁUSULAS CONTRATUAIS GERAIS | 50 |
| 5.1 FORWARDS | 52 |
| 5.2. SWAPS..... | 53 |
| 5.3. A NEGOCIAÇÃO DOS FORWARDS E DOS SWAPS NO MERCADO A PRAZO DO MIBEL..... | 54 |

| | |
|---|------------|
| 6. CONTRAPARTES CENTRAIS | 56 |
| 6.1 OMICLEAR | 56 |
| 6.2 - BME CLEARING..... | 60 |
| CAPÍTULO IV | 62 |
| A EVOLUÇÃO DA NEGOCIAÇÃO NO MERCADO A PRAZO DO MIBEL | 62 |
| 1. DADOS | 62 |
| 2. A NEGOCIAÇÃO NO MERCADO DE DERIVADOS DO MIBEL | 62 |
| 2.1 – A NEGOCIAÇÃO EM CONTÍNUO | 65 |
| 2.2 - A NEGOCIAÇÃO OTC | 72 |
| 2.3– DESAFIOS FUTUROS | 77 |
| CONCLUSÃO | 82 |
| BIBLIOGRAFIA | 84 |
| ANEXOS | 90 |
| ANEXO I | 91 |
| ANEXO II | 93 |
| ANEXO III..... | 97 |
| ÍNDICE DE ANEXOS | 100 |
| ÍNDICE DE FIGURAS | 101 |